

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DO GÉNERO NA *PERFORMANCE* DAS EMPRESAS: O
CASO ESPANHOL

SAMUEL HERNÂNI RODRIGUES ALVES

OUTUBRO - 2018

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DO GÉNERO NA *PERFORMANCE* DAS EMPRESAS: O
CASO ESPANHOL

SAMUEL HERNÂNI RODRIGUES ALVES

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA DA
FONSECA PINTO

OUTUBRO - 2018

Abstract

The present study analyzes the impact on the Spanish companies' performance of the adoption of measures to balance gender diversity in the boards of directors (BD). The previous evidence suggests mixed results regardless of their geographic location. Using a sample of IBEX-35 companies over the period 2007-2017, we observe that the increase of gender diversity, as recommended by the law 3/2007, has a negative influence in the company performance measured by the Return on Assets (ROA) and by the Tobin's Q. Adopting Return on Equity (ROE), it's verified that the new version of the Unified Good Governance Code of the *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (National Securities Market Commission - CNMV) is positively related to the companies' performance. This positive relation is also verified when the BD of the sample companies are composed by at least 30% of the less represented gender. Even though it's verified an increase of women on boards of IBEX-35 companies, in 2017, that value stood on 22.3%, well below the 40% recommendation made by the Spanish state in 2007 as well as the 30% imposed by the CNMV. Therefore, this dissertation allows us to also draw attention to the fact that the adoption of quotas and recommendations mustn't be the only measures to assure the social justice and break the glass ceiling.

Keywords: Gender, Spain, Quotas, Diversity, Performance, CNMV, Board of Directors

Resumo

O presente estudo analisa o impacto na *performance* das empresas espanholas da adoção de medidas para equilibrar a diversidade de género nos conselhos de administração (CAs). A evidência anterior sugere resultados mistos independentemente da sua localização geográfica. Utilizando uma amostra das empresas do IBEX-35 para o período 2007-2017, observa-se que o aumento da diversidade de género, recomendado pela lei 3/2007, influencia negativamente o desempenho das empresas medido pela Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA) e pelo *Tobin's Q*. Considerando a Rendibilidade do Capital Próprio (RCP), constata-se que a adoção da nova versão do Código Unificado de Boa Governação da *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) está positivamente relacionada com o desempenho das empresas. Essa relação positiva também se verifica quando os CAs das empresas da amostra são compostos em pelo menos 30% do género menos representado. Apesar do aumento da proporção de mulheres nos CAs das empresas do IBEX-35, em 2017, esse valor situava-se nos 22.3%, muito abaixo da recomendação de 40% feita pelo estado espanhol em 2007, bem como dos 30% impostos pela CNMV. Esta dissertação permite igualmente chamar a atenção para o facto da adoção de quotas e recomendações não serem as únicas medidas para garantir a justiça social e eliminar as barreiras existentes para a progressão na carreira.

Palavras-chave: Género, Espanha, Quotas, Diversidade, *Performance*, CNMV, Conselho de Administração

Agradecimentos

Estando a terminar mais uma etapa da minha vida académica resta-me agradecer a todos aqueles que contribuíram para tornar possível esta dissertação.

À minha orientadora, a professora Inês Pinto, pela sua orientação, contribuições e disponibilidade ao longo do ano.

Aos meus pais e à minha irmã pelo apoio, motivação, preocupação e paciência demonstrados ao longo de toda a minha vida académica.

E por fim, mas não menos importante, resta-me agradecer a todos os colegas pelo companheirismo e aos docentes do Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresarias do ISEG pelos conhecimentos transmitidos.

“Nothing is particularly hard if you divide it into small jobs” - Henry Ford

Índice

Abstract	i
Resumo	ii
Agradecimentos	iii
Índice de Figuras	v
Índice de Tabelas	v
Índice de Anexos	v
Lista de Abreviaturas.....	vi
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura.....	3
2.1. A Introdução de quotas de género no conselho de administração das empresas	3
2.2. Teorias associadas à diversidade de género	4
2.3.A introdução de quotas de género nos CA.....	6
2.4. As mulheres no CA e a <i>performance</i> das empresas	9
2.5. Espanha	13
3. Metodologia de Investigação.....	17
4. Amostra e Dados Estatísticos.....	20
4.1. Amostra	20
4.2. Dados estatísticos.....	21
5. Resultados	23
5.1. Hipótese 1 e 2.....	23
5.2. Análises adicionais.....	27
6. Conclusões	30
Referências Bibliográficas	32
Anexos.....	45

Índice de Figuras

Figura I - Evolução média da percentagem de mulheres nos CAs da amostra	22
--	----

Índice de Tabelas

Tabela I - Estatísticas Descritivas	21
Tabela II - Resultados da regressão para a Hipótese 1	23
Tabela III - Resultado da regressão para a Hipótese 2	26
Tabela IV – Hipóteses 1 e 2 utilizando a variável dependente RCP	27
Tabela V – Mínimo de 30% de diversidade de género	29

Índice de Anexos

Anexo I – Adoção de quotas de género nos países da EU-28	45
Anexo II – Divisão da amostra por setores de atividade	48
Anexo III - Matriz de Correlação de <i>Pearson</i>	49

Lista de Abreviaturas

AS - *Aksjeselskap*

ASA - *Allmennaksjeselskap*

CA(s) - Conselho(s) de Administração

CE - Comissão Europeia

CEO(s) - *Chief Executive Officer(s)*

CNMV - *Comisión Nacional del Mercado de Valores*

EUA - Estados Unidos da América.

OLS - *Ordinary Least Squares*

PE - Parlamento Europeu

PME - Pequenas e Médias Empresas

RCP - Rendibilidade do Capital Próprio

ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo

ROV - Rendibilidade Operacional das Vendas

SEC - *Securities and Exchange Commission*

TA - Teoria da Agência

TDR - Teoria da Dependência de Recursos

TMC - Teoria da Massa Crítica

TS - Teoria dos *Stakeholders*

UE - União Europeia

VIF - *Variance inflation factor*

1. Introdução

A igualdade de género é um tema cada vez mais debatido na comunicação social e na comunidade científica (Kirsch, 2018). No caso da percentagem de mulheres nos Conselhos de Administração (CAs), atualmente verifica-se uma tendência crescente dessa proporção, bem como dos países que adotam quotas de género e recomendações (Credit Suisse, 2016; Deloitte, 2017).

Espanha, ao ser o segundo país do mundo a adotar uma quota para aumentar a diversidade de género nos CAs, tornou-se um país pioneiro (Reguera-Alvarado et al., 2017; Teigen, 2012). A Noruega, o primeiro país a adotar uma quota, optou inicialmente por uma recomendação, mas ao não verificar efeitos positivos esperados legislou uma quota obrigatória. A sua não observância era punida com a dissolução da empresa, causando assim o cumprimento da quota de género (Gregorič et al., 2017; Lansing & Chandra, 2012; Strøm, 2015). Por sua vez, Espanha manteve a quota de 40% da lei 3/2007 até à sua caducidade, em 2015, mesmo após verificar o sucedido na Noruega. Ainda em 2015, adota uma nova versão do código da *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) com metas mais facilmente atingíveis através da redução da proporção do género menos representado para 30% e o alargamento do limite para 2020.

O interesse pela análise do caso espanhol assume diferentes razões. Do ponto de vista das decisões políticas, Espanha serve como exemplo para os países que ainda não adotaram quotas, bem como para aqueles que pretendem fazer ajustes por não verificarem os resultados desejados. No caso de Portugal, através da lei 62/2017 de 01 de Agosto, foram adotadas quotas de género para as empresas do Estado e para as empresas cotadas até 2018. Tal como Espanha, Portugal apresentava em 2017 uma proporção baixa de mulheres nos CAs das empresas cotadas (16.2%) (Comissão Europeia, 2018). Espanha serve como modelo comparativo e forma de evitar possíveis erros pois, para além da partilha histórica e cultural, ambos os países foram afetados por eventos económicos mais recentes como a crise da dívida pública e consequentes medidas de austeridade (Correia, 2016; Standring, 2018).

Do ponto de vista económico e social, os resultados permitirão concluir acerca da eficácia da adoção de medidas para reduzir a desigualdade de género na perspetiva das empresas e na perspetiva da justiça social.

A evidência existente aponta para resultados mistos. Em Espanha, a evidência favorável verifica que o aumento da diversidade gera um aumento dos resultados económicos, novas ideias, competência, pontos de vista e maior preocupação com questões éticas e sociais (Campbell & Mínguez-Vera, 2008, 2010; Martín-Ugedo & Mínguez-Vera, 2014; Reguera-Alvarado et al., 2017). Por outro lado os estudos desfavoráveis constataam a existência de destruição de valor devido à maior aversão ao risco do género feminino, ao aumento de conflitos no seio do CA e ao aumento da ineficiência causado pela demora na tomada de decisões (Gallego-Álvarez et al., 2010; Mínguez-Vera & Martín, 2011).

Assim, através de uma amostra das empresas cotadas no IBEX-35 para o período 2007-2017, esta dissertação pretende averiguar o impacto do aumento da diversidade de género na *performance* das empresas, bem como perceber quais os benefícios da adoção do novo código da CNMV de 2015. Até à data, que eu tenha conhecimento, este é o primeiro estudo a ter em conta o impacto do novo código da CNMV na economia espanhola. A literatura anterior é consistente na adoção das variáveis dependentes, sendo que as mais usuais são a Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA) e o *Tobin's Q* (Adams & Ferreira, 2009; Campbell & Mínguez-Vera, 2010; Marinova et al., 2016). Considero também nas análises adicionais a Rendibilidade do Capital Próprio (RCP) apesar de não ser tão frequente (Ahmadi et al., 2018; Farag & Mallin, 2017; Low et al., 2015).

Os resultados obtidos indicam que o aumento da diversidade de género influencia negativamente a *performance* das empresas cotadas. Esta relação negativa não é verificada para as empresas que respeitam um patamar mínimo de 30% do género menos representado (Tabela V). Assim, é possível corroborar os estudos de Joecks et al. (2013); Konrad et al. (2008); Schwartz-Ziv (2017); Torchia et al. (2011) relativos à necessidade de um mínimo de 30% do género menos representado nos CAs de modo a evitar problemas de *tokenismo*. Este resultado apresenta também uma possível justificação para a relação negativa entre a *performance* e a proporção de mulheres, pois a média de diversidade de género das empresas espanholas encontra-se abaixo dos 30% (Figura I). Adicionalmente verifica-se que a entrada em vigor do novo código da CNMV de 2015 teve um impacto positivo na *performance* das empresas (Tabela IV).

A presente dissertação está dividida em 6 capítulos. O primeiro capítulo contém a introdução onde é feita uma apresentação geral do trabalho. No segundo capítulo encontra-se a revisão da literatura através da qual é apresentada a evidência teórica e prática relativa ao tema. O terceiro capítulo inclui a metodologia de investigação e a expectativa relativa às variáveis presentes nos modelos, sendo que no quarto capítulo é apresentada a amostra e respetivos dados estatísticos. O quinto capítulo abrange os resultados para as hipóteses formuladas bem como as análises adicionais. E finalmente, o sexto capítulo contém as conclusões obtidas, principais limitações do estudo e possíveis pistas de investigação futura.

2. Revisão da Literatura

2.1. *A Introdução de quotas de género no conselho de administração das empresas*

Schmitt (2015) considera que a introdução de quotas tem como impacto a discriminação dos membros do sexo masculino e a estigmatização das mulheres nomeadas após a introdução das mesmas. Lückerath-Rovers (2015) entende que excluir candidatos dos CAs pelo género ou raça é uma forma de discriminação e defende que os homens seriam discriminados pelo facto de lhes ser negado o acesso a posições de topo (discriminação inversa). No entanto para Niederle et al. (2013) não se pode considerar a discriminação inversa uma vez que se as mulheres tivessem as mesmas oportunidades e não fossem discriminadas pelo género, estas teriam uma maior representação nos CAs. O'Brien (2011) observa que as mulheres que ocupavam posições nos CAs antes da introdução de quotas entendem essas quotas como insultuosas e sentem-se menosprezadas uma vez que estas chegaram ao topo das organizações sem “ajuda”.

Por outro lado Adams & Ferreira (2009) verificam que: as mulheres são mais assíduas; melhoram a assiduidade dos membros masculinos; melhoram a monitorização do CA por serem mais independentes; reduzem os conflitos de agência e que em CAs mais diversos existe maior responsabilização e rotação dos *Chief Executive Officers* (CEOs) devido à má *performance* das empresas. Também se conclui que os membros do sexo feminino trazem: maior responsabilidade social; maior qualidade da informação financeira como menos erros contabilísticos, maior transparência e precisão das demonstrações financeiras e a redução da gestão de resultados (Clatworthy & Peel, 2013; Gavius et al., 2012; Gul et al., 2013). Ainda se verifica a redução da frequência e

gravidade das fraudes (Cumming et al., 2015); menos evasão fiscal (Lanis et al., 2017) e maior aversão ao risco, planeamento com vista ao futuro; perspetivas diferentes e comportamentos mais éticos (Kirsch, 2018).

No entanto Dorrough et al. (2016) verificam que, ao utilizar quotas de género como fator de promoção, a cooperação entre elementos do mesmo grupo tende a diminuir. As autoras constataam ainda que o mesmo não se verifica quando o fator de promoção é o mérito. Ferreira (2010) acrescenta que a diversidade de género pode trazer também mais conflitos, menos comunicação e membros sem qualificações ou experiência adequada. Hillman et al. (2002); Singh et al. (2008) constataam que apesar do nível de educação ser igual ou superior ao dos membros do sexo masculino que compõem os CAs, os membros do sexo feminino têm menos experiência profissional.

Com a introdução de quotas surgiu, principalmente na Noruega, o fenómeno das Saias Douradas (*Golden Skirts*) que consiste na ocupação pelas mesmas mulheres de posições de membros não executivos em CAs de várias empresas. Assim, não existe o aumento efetivo da diversidade pois empresas diferentes refletem nos seus relatórios as mesmas mulheres (Seierstad & Opsahl, 2011).

2.2. *Teorias associadas à diversidade de género*

A separação entre os detentores de uma empresa (o principal) de quem toma as decisões dentro da mesma (o agente) está na base da Teoria da Agência (TA) (Jensen & Meckling, 1976). O agente é contratado pelo principal de forma a prosseguir os objetivos deste último surgindo, no entanto, conflitos de interesses e de expectativas futuras entre os dois. Por existir assimetria de informação, os gestores (agentes) estarão tentados a pôr em primeiro plano os seus interesses pessoais que poderão não ir ao encontro dos interesses dos acionistas (principais). A diferença de objetivos entre os principais e os agentes e a necessidade de monitorizar estes últimos geram custos de agência que as empresas têm de incorrer (Rashid, 2016). De acordo com esta teoria os acionistas (*shareholders*) confiam a gestão da empresa aos membros executivos (gestores) e confiam a supervisão dos gestores aos membros não executivos (membros independentes) garantindo assim a proteção dos seus interesses (Bosse & Phillips, 2016). Assim, o aumento da independência associada ao género feminino é importante para assegurar os interesses dos acionistas (Hillman & Dalziel, 2003)

No entanto para uma empresa ser competitiva é necessário relacionar-se com o ambiente que a rodeia. É esta a perspetiva da Teoria da Dependência de Recursos (TDR) que entende que as empresas estão ligadas entre si através da dependência de recursos externos e quando relacionada com o CA, este serve de elo de ligação da empresa com o exterior com o objetivo de mitigar as dependências externas da própria empresa, garantir o acesso a recursos importantes para o funcionamento da mesma e reduzir a incerteza futura (Dunn, 2012; Pechersky, 2016). Assim, esta teoria suporta a ideia do aumento da diversidade no CA pois permite que as empresas tenham acesso a membros mais talentosos, com melhores contactos, com diferentes características, perspetivas e opiniões (Farag & Mallin, 2017) que têm como resultado o aumento de conhecimento da indústria, uma melhor relação com as empresas concorrentes, com os fornecedores e com os clientes (Bryant & Davis, 2012), gerando o aumento da reputação e consequentemente o aumento de *performance* da empresa (Hillman et al., 2009).

Uma perspetiva menos abordada é referente à Teoria dos *Stakeholders* (TS). Esta teoria está relacionada com a responsabilidade social e defende a ideia de que a empresa deve refletir não só os interesses dos acionistas (*shareholders*), mas também os dos *stakeholders* tais como os funcionários da empresa, clientes, fornecedores e credores uma vez que também são parte interessada no sucesso da mesma (Ali, 2017). A diversidade de género tem impacto pois apesar de os acionistas serem donos da empresa, estes consideram a opinião de outros agentes (Anca & Gabaldon, 2014). Assim as mulheres pertencentes aos CAs são mais propensas para discutir assuntos relacionados com diferentes perspetivas para além dos interesses dos *shareholders*, tais como maior preocupação ambiental e saúde pública, preocupação com o bem-estar dos consumidores e mais envolvimento em atividades filantrópicas que afetam a reputação da empresa (Rao & Tilt, 2016; Terjesen et al., 2009). As empresas com CAs mais diversos apresentam maior responsabilidade social, isto é, maior preocupação com os *stakeholders*, maior eficiência do CA e são mais procuradas pelos investidores do que empresas que se focam apenas na criação de riqueza para o acionista (Webb, 2004).

As teorias anteriores referem a importância da diversidade de género, mas nunca definem a proporção mínima do género menos representado para ter um CA mais eficiente. É nesta ótica que a Teoria da Massa Crítica (TMC) se torna relevante. A TMC define que quando a maioria dos membros de um grupo apresentam uma ou mais

características idênticas como o sexo, raça ou etnia será difícil para pessoas que apresentem características diferentes integrar e influenciar esse mesmo grupo (Broome et al., 2011; Kanter, 1977). Kanter (1977) também sugere o conceito de símbolo (*token*). O *tokenismo* consiste em integrar membros com características distintas (mulheres) da maioria (homens) apenas para manter as aparências uma vez que estarão pressionadas para concordar com as decisões dessa maioria.

Neste sentido, Konrad et al. (2008); Schwartz-Ziv (2017); Torchia et al. (2011) constataam a necessidade da introdução de um limite mínimo de mulheres de 30% ou pelo menos três membros nos CAs que adotem o modelo de *One-Tier* ou, no caso das empresas que adotem o modelo *Two-Tier*, esse limite é referente a cada um dos conselhos (CA e Conselho de Supervisão). Os autores verificam que a partir de essa proporção o género menos representado sente maior conforto e confiança para participar e propor ideias, uma vez que não se sentem isoladas pois têm membros com os quais se identificam, eliminando assim o efeito do *tokenismo*. Sem esta massa crítica o legislador pode estar a incentivar o uso de mulheres apenas como *tokens* sem vantagens reais para as empresas uma vez que estas minorias (*tokens*) sentem: *stress*; obrigação de concordar com as decisões e cultura da maioria; pressão sobre o desempenho e isolamento o que leva a que sejam ignoradas (Childs & Krook, 2008).

Joecks et al. (2013) corroboram os resultados anteriores e acrescentam ainda que abaixo desse valor verifica-se uma relação negativa, isto é, uma destruição de valor da empresa.

Do ponto de vista teórico existe a evidência de uma relação positiva entre diversidade de género e a prestação das empresas. No entanto Kiel & Nicholson (2003) concluem que nenhuma teoria apresenta evidências sólidas desta relação positiva mas que de facto existem partes de teorias que aparentam serem aplicáveis.

2.3. A introdução de quotas de género nos CA

Alstott (2014) responsabiliza o ideal americano do *laissez-faire* pela dificuldade da introdução de uma quota de género nos Estados Unidos da América (EUA) pois esta ideia pressupõe que o Estado deve intervir o mínimo possível no dia-a-dia das empresas permitindo fluir os conceitos de mercado livre, escolhas do investidor e liberdade na contratação de funcionários. Assim, os EUA não têm normas que imponham quotas de

género (Chapple & Humphrey, 2014), verificando-se apenas a legislação da *Securities and Exchange Commission* (SEC) de 2009 relativa ao tópico. A SEC legislou para que as empresas cotadas passassem a divulgar se tinham feito progressos no aumento da diversidade na nomeação de novos membros e em caso afirmativo explicar como. Também impôs a divulgação das políticas aplicadas pelas empresas para o aumento da diversidade, bem como a forma de avaliação dessas políticas. Esta legislação entrou em vigor em Fevereiro de 2010 (Breuer, 2016; Perrault, 2015). Porém Dhir (2015), conclui que, ao não existir uma definição clara do que é a diversidade, as empresas de topo americanas, *Standard & Poor's* 100, estão mais propensas a entendê-la como experiência do que diferença de géneros.

Sojo et al. (2016) concluem que a introdução da legislação por parte da SEC levou ao aumento da diversidade de género, porém concluem também que seria mais eficaz introduzir uma quota de carácter obrigatório.

Por outro lado, a Noruega foi o primeiro país a implementar uma quota de género de forma a equilibrar o CA (Sjåfjell, 2015). Em 2003, surge a quota de género de 40% para as empresas *Allmennaksjeselskap* (ASA), que são sociedades anónimas que podem ser cotadas ou não e para as empresas detidas pelo Estado, sendo de aplicação voluntária. Por falta de empenho das empresas essa mesma quota passou, em 2005, a ser de aplicação obrigatória até ao ano de 2008 e com a possibilidade do Estado Norueguês dissolver a empresa em caso de incumprimento (Gregorič et al., 2017; Strøm, 2015). No ano de 2009 as empresas norueguesas conseguiram cumprir a meta (Lansing & Chandra, 2012) verificando-se no entanto algumas consequências.

De acordo com Bertrand et al. (2014) das 380 empresas que existiam em 2003 e que ainda operavam em 2008, apenas 186 mantiveram a forma legal ASA sendo que as restantes 194 adotaram uma forma legal *Aksjeselskap* (AS) que são as sociedades por quotas e que não estavam abrangidas pela norma relativa à diversidade de género. As empresas que alteraram a forma legal caracterizam-se por: serem não cotadas; bem-sucedidas; pequenas; novas; com donos poderosos; não familiares; com pouco endividamento e com poucas mulheres no CA (Bøhren & Staubo, 2014).

A União Europeia (UE) procurou seguir a estratégia da Noruega através da tentativa de introdução de uma quota para harmonizar o espaço europeu¹. Em Novembro de 2012, a Comissão Europeia (CE) propôs ao Parlamento Europeu (PE) a introdução de uma quota

de 40% para o género menos representado aplicável aos membros não executivos dos CAs das empresas cotadas, com data limite de 2020, bem como às empresas detidas maioritariamente pelo Estado, com data limite de 2018. Esta norma deixa de fora as Pequenas e Médias Empresas (PME) e ainda acrescenta a obrigação, para as empresas cotadas, da criação de medidas para promover a diversidade dos membros executivos do CA (Comissão Europeia, 2012).

A quota de género não se encontra atualmente em vigor, não sendo assim de aplicação obrigatória, uma vez que, apesar de a proposta ter sido aprovada em Novembro de 2013, pelo PE, falta a aprovação pela maioria dos votos do Conselho da União Europeia (Comissão Europeia, 2013). Tal maioria ainda não foi conseguida por não haver consenso em relação à aplicação do princípio da subsidiariedade. Este princípio determina a prioridade que as normas da UE têm em relação às normas nacionais (Parlamento Europeu, 2018).

Por um lado a CE defende que a introdução da norma a nível europeu permite harmonizar o mercado Europeu e evitar a inexistência de quotas ou a aplicação de diferentes quotas entre Estados-membros e forçar a introdução de quotas em Estados que não estariam voluntariamente dispostos para as introduzir (Comissão Europeia, 2012). Por outro lado existem Estados que preferem ter controlo sobre a introdução das quotas a nível nacional (Conselho da União Europeia, 2015)². Adams (2016) entende, por sua vez, que o argumento da CE de que o aumento da diversidade no CA gerará um aumento da *performance* e da qualidade de decisão, não pode ser generalizado pois os estudos utilizados para a construção desse argumento são criados por consultoras que não asseguram o rigor que um trabalho de investigação revisto pelos pares assegura.

Apesar do impasse na aprovação da legislação, o número de países da UE a introduzir quotas tem vindo a aumentar (Deloitte, 2017). Estes países têm seguido duas linhas de pensamento distintas na aplicação de medidas para promover a diversidade de género. Países como Áustria, Grécia e Holanda optaram pela introdução de quotas sem qualquer

¹ A quota proposta pela CE, em 2012, encontra-se disponível em http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205_en.htm

² Apesar da falta de acordo, um dos pontos do plano de trabalho 2016-2019 da CE está relacionado com a diversidade no CA, através da recolha de dados e investigação do impacto da medida; o incentivo à adoção de quotas pelos estados-membros e apoiar a adoção da proposta de 2012 (Comissão Europeia, 2015).

sanção em caso de incumprimento. No sentido inverso, países como Alemanha, Itália e Portugal optaram por punir o incumprimento através de notificações, multas e invalidação da nomeação por não respeitar a diversidade exigida (Comissão Europeia, 2016; Deloitte, 2017)³.

2.4. As mulheres no CA e a performance das empresas

Conyon & He (2017); Erhardt et al. (2003) encontram uma relação positiva entre a proporção de mulheres no CA e o valor das empresas americanas. Carter et al. (2003) corroboram o resultado anterior e acrescentam a existência de uma relação no mesmo sentido entre o número de mulheres no CA e o tamanho da empresa, diminuindo apenas quanto maior fosse o número de membros executivos. Para os autores os resultados positivos justificam-se pela substituição dos membros masculinos menos talentosos por membros femininos com maior capacidade, a redução dos custos de agência através do aumento da monitorização dos CAs e os benefícios previstos pela TDR tais como novas perspetivas e conhecimentos trazidos pelos membros do sexo feminino.

A relação positiva entre diversidade e a *performance* também gera outros benefícios como a diminuição do risco da empresa e a diminuição da diferença salarial entre géneros (Khan & Vieito, 2013; Perryman et al., 2016).

No entanto, Carter et al. (2010) não verificam a existência de uma relação entre a diversidade de género e a *performance* das empresas americanas, medido pela ROA e pelo *Tobin's Q*. Estes autores entendem que os efeitos positivos gerados pelo aumento da diversidade são anulados pelos efeitos negativos inerentes. Um exemplo é o aumento da inovação e da criatividade trazida pela diversidade de género, que têm inerente o aumento dos conflitos e a diminuição da eficiência dentro dos CAs.

Adams & Ferreira (2009) verificam a existência de uma relação negativa entre a diversidade de género e a *performance* das empresas americanas, medida pela ROA e pelo *Tobin's Q*. Segundo estes autores, esta relação deve-se ao excesso de monitorização, associado ao aumento da diversidade de género, o que levou à diminuição do desempenho das empresas.

³ A informação relativa aos países da UE encontra-se detalhada no Anexo I

Tal como Adams & Ferreira (2009) verificam para os EUA, Bøhren & Staubo (2016) concluem que o aumento forçado da diversidade de género tem como impacto o aumento da independência do CA e a redução do valor das empresas norueguesas. De acordo com estes autores, os CAs muito independentes apresentam um excesso membros independentes (membros não executivos) com talento para monitorizar a atividade da empresa e uma carência de membros executivos para aconselharem e gerarem novas ideias o que levará à redução do valor da empresa. Wang & Kelan (2013) confirmam que a independência é uma característica associada ao género feminino e que quando conjugada com a introdução da quota aumentou a probabilidade de ter membros femininos no CA e de ter CEOs femininos.

Ahern & Dittmar (2012) concluem também que a introdução da quota teve um impacto negativo na prestação das empresas norueguesas medido pelo *Tobin's Q*, bem como a diminuição do preço das ações à data do anúncio da introdução da legislação. Os autores verificam igualmente um aumento do endividamento e CAs mais novos e inexperientes. Matsa & Miller (2013) apresentam uma conclusão similar em relação à *performance*, mas consideram ser uma situação de curto prazo pois a introdução da quota causou o aumento do emprego e a diminuição dos despedimentos que tiveram como consequência um aumento da despesa das empresas. As mesmas autoras ainda concluem que o impacto será maior em países com menor preocupação com a igualdade de género.

Terjesen et al. (2016), num estudo com 47 países, incluindo os países nórdicos, concluem que as empresas com mulheres nos CAs têm melhor *performance* e que as empresas mais propensas a nomear mulheres são aquelas que demonstram maior preocupação com a eficiência e a independência do CA.

Por sua vez, Dale-Olsen et al. (2013) verificam que a introdução da quota não teve impacto no desempenho das empresas norueguesas quando analisado a ROA no período 2003-2007.

Green & Homroy (2018) consideram que grande parte das decisões de uma empresa são tomadas em comités como o de auditoria, nomeação e compensação. Assim através de uma análise ao CA e comités das 100 maiores empresas europeias em termos de capitalização bolsista (*FTSE Eurotop 100*), os autores concluem que empresas com maior diversidade de género apresentam melhor desempenho. Lückcrath-Rovers (2013) corrobora a conclusão quando analisa empresas cotadas na Holanda. Segundo este autor,

o aumento de diversidade trouxe mais inovação, modernização, transparência e maior reputação através do acesso a membros mais talentosos e com melhores conhecimentos sobre os *stakeholders*, tal como previsto pela TDR e pela TS.

Contudo Isidro & Sobral (2015) concluem, na sua análise às 500 maiores empresas europeias, que não existe uma relação direta entre a diversidade do CA e o aumento do valor da empresa medido pelo *Tobin's Q*. As autoras constataam que existe uma relação positiva indireta justificada por dois argumentos. Por um lado, o aumento de diversidade gerou o aumento da *performance* medida pela ROA e pela Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV). Por outro lado, o aumento de diversidade levou às vantagens previstas pela TS como o aumento do cumprimento de questões éticas, sociais e ambientais, que são dificilmente mensuradas pelos indicadores financeiros. Assim as autoras argumentam que estes dois fatores levam, indiretamente, ao aumento do valor das empresas europeias.

Smith et al. (2006), tendo como base uma amostra das 2 500 maiores empresas dinamarquesas, constata que a relação entre a diversidade de género e o desempenho da empresa está relacionado positivamente com a educação e negativamente com os laços familiares. Para o cargo de CEO, o impacto é positivo nos casos em que a CEO tem uma educação universitária e é nulo quando essa relação não se verifica. Para os restantes membros do sexo feminino do CA, o impacto da diversidade de género na *performance* é positivo, exceto nos casos em que a nomeação tem como fundamento laços familiares.

Assim os autores concluem que o aumento de diversidade dos CAs gerou o aumento do nível de conhecimento ainda que as nomeações por laços familiares tendam a diminuir essa relação.

Por outro lado, Marinova et al. (2016) não encontram evidência de uma relação entre a diversidade de género e o desempenho quando analisadas as empresas cotadas da Dinamarca e da Holanda através do *Tobin's Q*. No caso dinamarquês, Rose (2007) utiliza a mesma variável dependente e corrobora o resultado anterior. Acrescenta ainda a falta de evidência da relação entre a diversidade de género e o nível de educação e entre a diversidade de género e a nacionalidade dos membros do CA.

Segundo estas autoras, e tal como definido pela TMC, uma justificação para a falta de evidência está relacionada a baixa percentagem de mulheres nos CAs. Uma vez que se encontram em minoria as mulheres *token* adotam as ideias, opiniões e comportamentos

da maioria, mesmo que inconscientemente, não contribuído de forma inovadora e produtiva.

Ahmadi et al. (2018); Sabatier (2015) verificam que a introdução da quota, de 2011, em França teve um efeito positivo no número de mulheres a ocupar lugares nos CAs. Estes autores concluem que o aumento da diversidade de género e dos membros independentes têm um impacto positivo na *performance* das empresas cotadas, reduzindo a ineficiência. Para tal utilizam as variáveis RCP, ROA e *Tobin's Q*. Concluem também que existe uma relação negativa entre a prestação da empresa e a idade do CEO. Segundo estes, o aumento da diversidade de género gera os efeitos positivos previstos pela TA e pela TS. Assim observa-se o aumento da independência e transparência dos CAs bem como o aumento da responsabilidade social e preocupação com os *stakeholders*.

Porém Boubaker et al. (2014) observam resultados diferentes utilizando o *Tobin's Q*. Estes autores constataam que a relação entre o desempenho das empresas francesas e a diversidade de género no CA é negativa, sugerindo que este resultado é consequência do excesso de monitorização, consequência não prevista pela TA, e do aumento da aversão ao risco, ambas características associadas ao género feminino.

Por fim, Gregory-Smith et al. (2014) não verificam uma relação entre a *performance* e a diversidade para as empresas cotadas do Reino Unido, através de indicadores como a ROA, a RCP e o *Tobin's Q*. Os autores constataam que no caso dos membros não executivos, membros independentes, a nomeação de um membro do sexo feminino tem apenas como objetivo substituir outro membro do sexo feminino que tenha cessado funções no mesmo CA. Segundo os autores este fenómeno pode ter uma de duas explicações. Por um lado existe discriminação na nomeação de membros não executivos pelo que se verifica uma forma de *tokenismo*, prevista pela TMC. Por outro lado a introdução de uma quota no Reino Unido pode forçar as empresas a desviarem-se do equilíbrio de géneros considerado por estas ótimo e que as tornam mais eficientes e produtivas. Os autores verificam ainda a existência de discriminação salarial entre sexos.

2.5. *Espanha*

Ao introduzir a lei 3/2007 de 22 de Março para a igualdade efetiva entre homens e mulheres⁴ na sua legislação, Espanha tornou-se o segundo país do mundo a implementar uma quota de género (Teigen, 2012).

Antes da introdução desta lei, a diversidade de género tinha sido apenas abordada em 2006, no Código Unificado de Boa Governação da CNMV, de aplicação voluntária. Este código é também conhecido como código Conthe após Manuel Conthe ter liderado a equipa que o produziu. Na Recomendação 15 é definido que as empresas cujos CAs tenham poucos ou nenhum membro do sexo feminino devem verificar a existência de discriminação nas nomeações e corrigir a diferença de género (CNMV, 2006; Verge & Lombardo, 2015).

A lei 3/2007 abrange por um lado as empresas cotadas e por outro lado o governo central espanhol, ministérios públicos e empresas detidas maioritariamente pelo Estado.

Para o governo central espanhol, ministérios públicos e empresas detidas na sua maioria pelo Estado, os Art.º 52º a 54º definem a obrigação do cumprimento de uma quota de 40% do género menos representado num prazo máximo de 8 anos, ou seja, até 2015. Por sua vez para as empresas cotadas com mais de 250 funcionários⁵, os Art.º 75º a 78º da mesma lei apenas fornecem uma recomendação, não existindo carácter obrigatório no cumprimento da quota de 40%, caducando ao fim dos 8 anos. O legislador optou por não prever qualquer sanção em caso de incumprimento, dando prioridade na atribuição de contratos públicos às empresas cotadas que cumprirem a meta (Conde-Ruiz & Hoya, 2015; Seierstad et al., 2017).

Em 2010 é introduzido o Decreto-Lei 1/2010 de 02 de julho⁶, que impõe, no seu Art.º 260º nº8, a divulgação nas notas em anexo, por parte das empresas cotadas, de

⁴ A lei 3/2007, de 22 de Março, encontra-se disponível em https://www.coe.int/t/pace/campaign/stopviolence/Source/spain_constitutionalact3_2007_en.pdf

⁵ Com menos de 250 funcionários são consideradas PME (Sansone et al., 2017)

⁶ O decreto-lei das Sociedades de Capital 1/2010, de 02 de Julho, encontra-se disponível em <https://www.boe.es/boe/dias/2010/07/03/pdfs/BOE-A-2010-10544.pdf>. Este decreto-lei foi atualizado em 2017 pelo decreto-lei 18/2017, de 24 de Novembro, (<https://www.boe.es/buscar/pdf/2010/BOE-A-2010-10544-consolidado.pdf>) acrescentando as condições para a divulgação de informações não financeiras das empresas de interesse público bem como a passagem do conteúdo do Art.º 260º nº8 para o nº10.

informações relativas aos trabalhadores onde se incluí a distribuição por género. No ano seguinte é introduzida a lei 2/2011 de 04 de Março⁷, que adiciona o Art.º 61º à lei do Mercado de Valores Mobiliários 24/1988 de 28 de Julho⁸. O Art.º 61º, nº4 g) introduz legalmente o princípio de “cumprir ou explicar”. Este princípio obriga as empresas a divulgar o grau de cumprimento da diversidade de género bem como se adota o código Conthe e em caso negativo quais as razões para o incumprimento. Até à data apenas as empresas que voluntariamente adotassem o código Conthe é que teriam que fazer essas divulgações (Bidlauskaitė, 2014; Hastings, 2013).

Com a aproximação do limite de 8 anos surge, em 2014, a lei 31/2014 de 03 de Dezembro⁹ com entrada em vigor em 2015. Esta lei define no seu Art.º 529º a obrigação de adotar medidas para incluir mais mulheres nos CAs com o objetivo de obter uma representação mais equilibrada para as empresas cotadas. É deixado a cargo das empresas a definição das metas e as medidas a tomar para atingir essas metas. No seu Art.º 540º também faz referência ao princípio “cumprir ou explicar” sem diferir do que havia sido legislado anteriormente (Calkoen, 2015; Palá-Laguna & Esteban-Salvador, 2016).

Paralelamente, em 2015, entra também em vigor uma nova versão do Código Unificado de Boa Governação da CNMV¹⁰. Após a caducidade da quota de 40%, o estado espanhol adotou o novo código da CNMV que sugere um objetivo de 30% de mulheres a ocupar posições nos CAs das empresas cotadas até 2020. Tal como a versão anterior, este código é de aplicação voluntária mas sujeito legalmente ao princípio “cumprir ou explicar” (CNMV, 2015; Huse et al., 2016; Troya, 2016).

Para além da evidência prática referida no ponto 2.4, Lending & Vähämaa (2017) concluem numa comparação entre o norte e o sul da Europa, que o aumento da diversidade nos CAs dos países do sul está associado ao aumento do nível de conhecimento e

⁷ A lei 2/2011, de 04 de Março, sobre a economia sustentável encontra-se disponível em <https://www.boe.es/boe/dias/2011/03/05/pdfs/BOE-A-2011-4117.pdf>

⁸ A lei do Mercado de Valores Mobiliários 24/19887, de 28 de Julho, encontra-se disponível em https://www.cnmv.es/docportal/legislacion/leymercado/LMV_May2012_EN.pdf

⁹ A lei 31/2014, de 03 de Dezembro, encontra-se disponível em <https://www.boe.es/boe/dias/2014/12/04/pdfs/BOE-A-2014-12589.pdf>

¹⁰ O Código Unificado de Boa Governação da CNMV encontra-se disponível em https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Good_Governanceen.pdf

experiência, tal como previsto pela TDR. O resultado coincide com Abad et al. (2017); Lucas-Pérez et al. (2015) que relatam melhores decisões e maior qualidade de monitorização bem como a redução da assimetria de informação, o que gera maior transparência pois aumenta a qualidade e quantidade de informação financeira ao dispor dos investidores.

Reguera-Alvarado et al. (2017) concluem usando dados de empresas cotadas espanholas de 2005-2009, através do *Tobin's Q*, que o aumento da diversidade gerou um aumento dos resultados económicos. Ainda verificam que nesse mesmo período existiu um crescimento do número de mulheres a ocupar posições nos CAs de 98%. Os autores constataam a existência dos efeitos positivos previstos pela TDR, como membros com novas ideias, capacidades e pontos de vista, e dos previstos pela TS, como maior preocupação com questões éticas e sociais.

A mesma relação positiva também é verificada por Campbell & Mínguez-Vera (2008, 2010) no período anterior à adoção da quota em Espanha, através da reação positiva dos investidores à perspectiva da introdução da mesma, usando o *Tobin's Q*. Os autores ainda verificam a relação de causalidade entre o valor da empresa e a proporção de mulheres. Estes concluem que o valor da empresa não aumenta a proporção de mulheres com cargos nos CAs, mas sim o contrário, empresas com maior diversidade de género tendem a apresentar melhores resultados.

Similarmente Martín-Ugedo & Mínguez-Vera (2014) utilizam a ROA para verificar a relação positiva entre a diversidade e a *performance*, das PME espanholas, no período 2003-2008. A relação positiva só não é verificada no caso da nomeação por grau de parentesco. Segundo os autores e em concordância com a TDR, o aumento de diversidade deve ser feito nomeando as mulheres mais qualificadas para o cargo. No caso de nomeação por laço familiar nem sempre é seleccionada a mulher com melhores qualificações.

Por outro lado, Mínguez-Vera & Martin (2011) não verificam a relação positiva para as PME espanholas concluindo que existe destruição de valor devido à maior aversão ao risco do género feminino o que leva a que as empresas com maior diversidade arrisquem menos. Gallego-Álvarez et al. (2010) chegam à mesma conclusão quando analisam as empresas cotadas em Espanha no período 2004-2006 utilizando variáveis como o *Tobin's Q*, ROA, ROV e a RCP. De acordo com os autores apesar do aumento de diversidade de

género dos CAs poder produzir benefícios previstos pela TDR como a tomada de melhores decisões e a resolução de problemas da empresa, também gera problemas. Principalmente o aumento de conflitos no seio do CA e o aumento da demora na tomada de decisões, gerando ineficiência.

Em suma, não é possível generalizar uma conclusão devido aos resultados mistos. Através das teorias existe um incentivo para o aumento da diversidade de género. Por sua vez, os argumentos contra são equilibrados pelos argumentos a favor. Mas na prática não se verifica essa tendência. Os resultados mistos da evidência prática verificam-se quer para os EUA quer para a Europa. Focando em Espanha, constata-se que as amostras dos estudos existentes são relativamente antigas e que a evidência também é inconclusiva. Se por um lado Gallego-Álvarez et al. (2010); Mínguez-Vera & Martín (2011) constatarem que a relação entre género e diversidade não é positiva, por outro lado Campbell & Mínguez-Vera (2008, 2010); Martín-Ugedo & Mínguez-Vera (2014); Reguera-Alvarado et al. (2017) verificam a relação contrária.

Devido aos resultados mistos torna-se difícil perspetivar o sinal da relação. Assim é viável formular a seguinte hipótese:

Hipótese 1: O aumento da proporção de mulheres nos CAS influencia a *performance* das empresas cotadas

Em 2015 verifica-se a data limite (8 anos) até à qual as empresas cotadas espanholas eram recomendadas a cumprir a quota de 40% estipulada pela lei 3/2007. A partir de 2015, as empresas espanholas ficam sujeitas ao novo código da CNMV, de aplicação voluntária. Face à legislação do período 2007-2014, este novo código apresenta algumas diferenças significativas.

Apesar de a aplicação ser voluntária, as empresas estão obrigadas pela lei 2/2011, a “cumprir ou explicar” caso não adotem as recomendações do código da CNMV. No caso da lei 3/2007 não havia qualquer tipo de contrapartida pelo não cumprimento da recomendação.

O prazo é alargado para 2020 e a meta é reduzida para os 30%, tornando-a mais realista e mais fácil de atingir. A passagem da meta para os 30% não implica uma diminuição da *performance* das empresas espanholas. Por um lado, as empresas não

cumprem atualmente essa meta (Figura I). E por outro lado, no caso de cumprirem os 30%, esse valor possibilita eliminar os efeitos do *tokenismo*, permitindo aproveitar as possíveis vantagens que a diversidade trás aos CAs (Joecks et al., 2013; Konrad et al., 2008; Schwartz-Ziv, 2017; Torchia et al., 2011).

Assim, através do aumento da pressão para maior diversidade de género feita pelo estado Espanhol, é valido afirmar que:

Hipótese 2: A partir de 2015, verifica-se uma relação mais significativa entre a diversidade de género e a *performance* do que no período anterior (2007-2014)

3. Metodologia de Investigação

O método estatístico utilizado é o *Pooled Ordinary least squares* (OLS) sendo usado por autores como Gregorič et al. (2017); Smith et al. (2006) no apuramento da relação entre a diversidade de género e a *performance* das empresas.

De forma a testar a primeira hipótese, estimou-se o seguinte modelo:

$$(1) \quad ROA = \beta_0 + \beta_1 Pmulheres_{it} + \beta_2 DimensaoCA_{it} + \beta_3 IndependCA_{it} + \beta_4 Reuniao_{it} + \beta_5 DimensEmpresa_{it} + \beta_6 Endividamento_{it} + \beta_7 Idade_{it} + \beta_8 D\#sector_{it} + \beta_9 D\#ano_{it} + \epsilon_{it}$$

O modelo foi também estimado utilizando a variável dependente *Tobin's Q*.

A equação utilizada para a segunda hipótese (2) difere da primeira através da introdução da variável *dummy D2015* e da variável de interação *Pmulheres2015*, para verificar os efeitos a partir de 2015. Tal como anteriormente, o modelo foi adicionalmente estimado utilizando a variável dependente *Tobin's Q*.

$$(2) \quad ROA = \beta_0 + \beta_1 D2015_{it} + \beta_2 Pmulheres_{it} + \beta_3 Pmulheres2015_{it} + \beta_4 DimensaoCA_{it} + \beta_5 IndependCA_{it} + \beta_6 Reuniao_{it} + \beta_7 DimensEmpresa_{it} + \beta_8 Endividamento_{it} + \beta_9 Idade_{it} + \beta_{10} D\#sector_{it} + \beta_{11} D\#ano_{it} + \epsilon_{it}$$

A variável ROA corresponde ao rácio entre o *Net Income* e o Ativo e permite avaliar a empresa numa perspetiva contabilística. É caracterizada como um bom indicador de desempenho financeiro uma vez que consegue apurar a eficiência no uso dos ativos para gerar lucro (Gallo, 2016).

Por sua vez, o *Tobin's Q* é uma variável mais abrangente do que a ROA pois para além da perspetiva contabilística, incorpora também a expectativa dos investidores. Consiste num rácio entre o valor de mercado da empresa representado pela soma da Capitalização Bolsista e do Passivo, no numerador, e a capacidade da empresa em repor os seus ativos representada pela rubrica dos Ativos, no denominador. Desta forma o *Tobin's Q* torna-se num bom indicador de desempenho de longo-prazo. (Fu et al., 2016; Tobin, 1969).

Ambas as variáveis dependentes são utilizadas conjuntamente por diversos autores tais como Adams & Ferreira (2009); Campbell & Mínguez-Vera (2010); Marinova et al. (2016) por representarem uma forma completa de medir o desempenho das empresas.

A variável *Pmulheres* representa a percentagem de mulheres com posições nos CAs das empresas cotadas do IBEX-35. É uma variável essencial para estudar a relação entre a *performance* e a proporção de mulheres nos CAs pois é utilizada para verificar de que forma influencia as variáveis dependentes ROA e *Tobin's Q*.

As variáveis de controlo têm como objetivo reduzir o termo erro e consequentemente estimar mais eficazmente o efeito da variável independente nas variáveis dependentes. Assim, com base em Green & Homroy (2018); Julizaerma & Sori (2012); Terjesen et al. (2016) selecionei as variáveis de controlo *IndependCA*, *DimensaoCA* e *Reuniao* por se mostrarem eficientes no controlo de características ligadas aos CAs.

A proporção de membros independentes integrantes nos CAs é medida pela variável *IndependCA* sendo que de acordo com Burgess & Tharenou (2002); Shukeri et al. (2012) é um cargo principalmente ocupado por mulheres. Francis et al. (2012); Müller (2014); Rutledge et al. (2016) encontram uma relação positiva entre a *performance* e a independência do CA justificada pelo aumento de monitorização sugerida pela TA. Por outro lado Arosa et al. (2013); Cavaco et al. (2016); Zhou et al. (2018) não verificam essa relação positiva justificada pelo facto de os membros independentes terem menos conhecimento sobre a própria empresa e consumirem mais tempo a monitorizar do que a gerir a mesma.

A dimensão do CA é controlada através da variável *DimensaoCA*. Apesar de a TDR defender a noção de que CAs maiores permitem mais e melhores contactos da empresa com o ambiente que a rodeia, na prática, Guest (2009); O'Connell & Cramer (2010); Weisbach & Hermalin (2003) constataam que o aumento do número de membros do CA afeta negativamente a eficiência do mesmo devido a problemas de coordenação e organização.

A frequência com a qual os membros dos CAs se reúnem, *Reuniao*, é relevante pois é através das reuniões que os membros trocam ideias, resolvem problemas correntes da empresa e definem a estratégia futura da mesma, levando a melhores decisões e maior desempenho económico (Al-Daoud et al., 2016; Wang & Clift, 2008).

No entanto, Hanh et al. (2018); Johl et al. (2015); Vafeas (1999) verificam que um número elevado de reuniões leva a uma menor eficiência na utilização de recursos, maior desgaste físico, bem como o facto de os CAs tenderem a atuar apenas após o mau desempenho da empresa em vez de preveni-lo. O número de reuniões anuais é extraído dos relatórios sobre o CA fornecidos à CNMV, anualmente pelas empresas.

Com base nos argumentos apresentados anteriormente é expectável que a variável *DimensaoCA* apresente uma relação negativa com as variáveis dependentes. Devido à evidência mista torna-se difícil fazer uma previsão de sinal para as variáveis *IndependCA* e *Reuniao*.

As restantes variáveis de controlo foram seleccionadas com base em Ahmadi et al. (2018); Isidro & Sobral (2015); Reguera-Alvarado et al. (2017) por representarem características individuais das empresas e do ambiente que as rodeia.

A dimensão da empresa é medida através da variável *DimensEmpresa*. A relação entre o tamanho da empresa e a sua *performance* aparenta ser positiva uma vez que as empresas de maior dimensão apresentam maior eficiência, experiência, poder de mercado, praticam economias de escala, têm facilidade de acesso a financiamento e de desenvolvimento de novos produtos e serviços (Doğan, 2013; Lee, 2009; Pervan & Višić, 2012).

A idade das empresas em 2017 é medida pela variável *Idade*. Coad et al. (2018); Coad et al. (2013); Pervan et al. (2017); Rossi (2016) concluem que a relação entre a idade e a *performance* das empresas é mista. De acordo com os autores, as empresas mais antigas tendem a apresentar menor crescimento das vendas, de produtividade, maior inércia e

inflexibilidade, ficando acomodadas a rotinas, processos e regras. Por outro lado apresentam maior experiência e conhecimento em termos de tecnologia, canais de distribuição e relações com os clientes. Também apresentam menores rácios de dívida e maiores rácios de capital próprio e de rendibilidade.

Outra característica individual controlada é o endividamento das empresas representado pela variável *Endividamento*. Bui (2017); Ibhagui & Olokoyo (2018) verificam a existência de uma relação negativa indicando que esta é mais significativa em empresas de pequena dimensão, bem como para empresas com elevados níveis de dívida de longo prazo. Por sua vez Weill (2008) verifica que a relação entre o endividamento e a *performance* da empresa difere de país para país por estar dependente das condições de acesso ao crédito e das normas legais como a proteção dos credores e fiscalidade. Utilizando países europeus, este autor conclui que existe uma relação negativa entre o endividamento e a *performance* das empresas no caso dos países do sul da europa, onde se inclui Espanha, mas positiva no caso dos países do norte e centro da europa.

Por fim, é ainda relevante indicar que ε corresponde ao termo de erro que incorpora todos os fatores não captados pelas variáveis definidas para as regressões e que i e t correspondem, respetivamente, à observação (empresa) e ao período de tempo (em anos).

Com base nos argumentos apresentados anteriormente a minha previsão para a relação entre as variáveis dependentes e as variáveis de controlo é positiva para a variável *DimensEmpresa* e uma relação negativa para o *Endividamento*. Para a variável *Idade* torna-se difícil prever o sinal do coeficiente uma vez que a literatura existente apresenta resultados mistos.

4. Amostra e Dados Estatísticos

4.1. Amostra

A amostra é composta pelas empresas constituintes do IBEX-35 e compreende o período de 2007-2017. A razão pela qual a seleção dos dados se inicia em 2007 está ligada à lei 3/2007 que introduz a recomendação de 40% e numa tentativa de reproduzir resultados relevantes, a amostra estende-se até aos últimos dados disponíveis (2017).

As informações financeiras e as relativas aos CAs foram retiradas da base de dados *Thomson Reuters Eikon*, complementadas com os relatórios anuais das empresas e os dados disponibilizados na página de *internet* da CNMV (<https://www.cnmv.es>).

Das 34 empresas que compõem o IBEX-35, 6 foram excluídas por falta de dados. Das 6 empresas 4 foram fundadas após 2007 o que torna impossível obter dados anteriores à data de fundação e as outras 2 por falta de dados relativos aos CAs. Assim a amostra totaliza 28 empresas¹¹.

4.2. Dados estatísticos

As variáveis utilizadas e os respetivos dados estatísticos estão resumidos na Tabela I abaixo apresentada.

Tabela I - Estatísticas Descritivas

Variável	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Dependente						
ROA (%)	307	.051	0.036	.064	-.216	.263
TobinsQ (nº)	306	1.449	1.149	.789	.760	5.342
Independente						
Pmulheres (%)	306	.136	0.114	.097	0	.417
Controlo						
DimensaoCA (nº)	308	13.401	13	1.296	7	24
IndependCA (%)	307	0.470	0.458	0.167	0.1	0.909
Reuniao (nº)	306	9.994	11	1.382	5	21
DimensEmpresa (M€)	308	20963	21348	6.153	565.941	1444305
Endividamento (%)	308	0.727	0.727	0.188	0.182	1.115
Idade (anos)	308	44.755	43.474	1.956	11	174

Variáveis: ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo em %; TobinsQ - *Tobin's Q* em número; Pmulheres - % de mulheres com posições nos CAs das empresas cotadas do IBEX-35; DimensaoCA - Número total de membros do CA; IndependCA - % de membros independentes do CA; Reuniao - Número total de reuniões anuais; DimensEmpresa - Ativo da empresa em milhões de euros; Endividamento - Rácio entre o Passivo total e o Ativo total da empresa e Idade - Idade da empresa em 2017

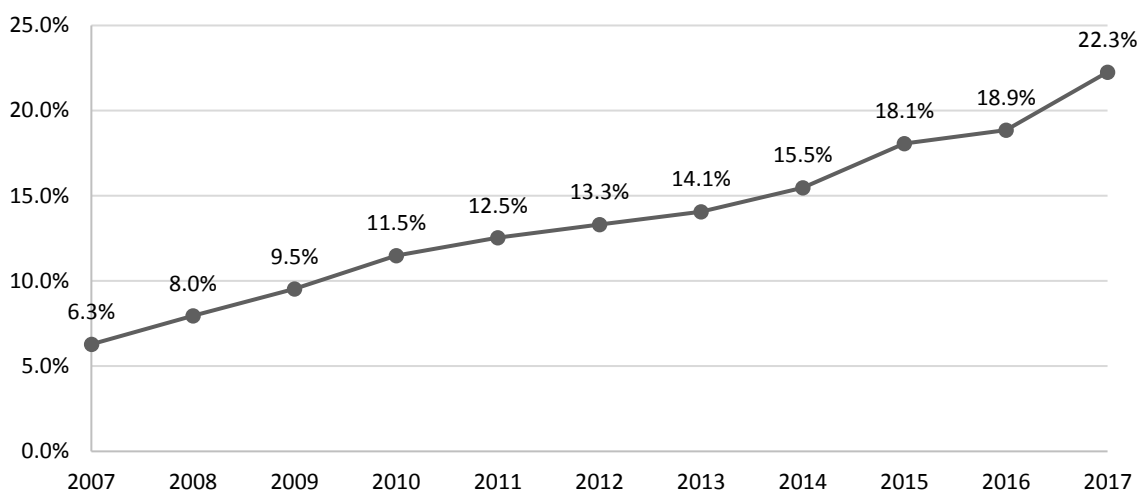
As variáveis dependentes apresentam resultados positivos para o período 2007-2017, constatando-se que a ROA é em média 5% e o *Tobin's Q* é superior a 1 (1.449). Os valores máximos da ROA e do *Tobin's Q* encontram-se em 2013, para a empresa *Industria de Diseño Textil, S.A.*, sendo respetivamente 26.3% e 5.342.

A média da percentagem de diversidade nos CAs situa-se nos 13.6%. Esta percentagem é influenciada em parte pela falta de inclusão de mulheres em empresas como *Ferrovial, S.A.*; *Gas Natural SDG S.A.* e *Tecnicas Reunidas, S.A.* nos primeiros

¹¹ A divisão por setor de atividade encontra-se detalhada no Anexo II

anos da amostra. Pela Figura I abaixo é possível perceber a evolução anual da diversidade de género das empresas consideradas na amostra. Verifica-se que as empresas espanholas não seguem a recomendação de 40% do género menos representado. Existe, no entanto, uma evolução mais acentuada a partir de 2014, coincidindo com a aproximação do fim da lei 3/2007 e a entrada em vigor do novo código da CNMV. Apesar do aumento, Espanha continua atrás da média da UE que era, em 2017, de 25.3% (Comissão Europeia, 2018).

Figura I – Evolução média da percentagem de mulheres nos CAs da amostra



Através do Anexo II verifica-se a distribuição da diversidade de género por setor de atividade. A amostra encontra-se dividida em 6 setores de atividade sendo eles Bens de Consumo; Materiais Básicos, Indústria e Construção; Petróleo e Energia; Prestação de Serviços; Serviços Financeiros e Imobiliários e Tecnologia e Telecomunicações. Na sua generalidade, verifica-se concordância com a evidência de Brammer et al. (2007), uma vez que a maior proporção de mulheres surge em setores que requerem proximidade com os clientes como o retalho e a banca. Os setores com maior diversidade de género são: Bens de Consumo (18.55%); Petróleo e Energia (14.78%) e os Serviços Financeiros e Imobiliários (14.49%).

Para as variáveis de controlo representadas na Tabela I é possível concluir que os CAs são compostos em média por 13 membros, sendo que cerca de metade são independentes e que se reúnem, em média, 10 vezes por ano. Também se verifica que em média as empresas apresentam um nível de passivo elevado face ao ativo (72.7%) e que

existem disparidades nas idades das empresas. As variáveis *DimensaoCA*, *Reuniao*, *DimensEmpresa* e *Idade* foram convertidas em logaritmo natural para facilitar o tratamento e análise dos dados.

Antes de fazer a regressão verifiquei a existência de multicolinearidade que, segundo Liu et al. (2014), existe quando se verifica uma correlação superior a 0.7. De acordo com o Anexo III, a única correlação a exceder esse limite é entre as variáveis dependentes. É aceitável que isso aconteça uma vez que ambas refletem o desempenho da empresa no mesmo período não sendo, no entanto, utilizadas ao mesmo tempo. Utilizei também o método *Variance inflation factor* (VIF) que confirma a ausência de multicolinearidade uma vez que os resultados são menores que 10 (Gujarati, 2003). Para evitar problemas de heterocedasticidade utilizei os erros-padrão robustos.

5. Resultados

5.1. Hipótese 1 e 2

A hipótese 1, apresentada na tabela abaixo, define que o aumento do número de mulheres nos CAs está relacionado com a *performance* das empresas cotadas.

Tabela II - Resultados da regressão para a Hipótese 1

	Sinal previsto	ROA	p-value	<i>Tobin's Q</i>	p-value
Pmulheres	?	-0.066*	(0.060)	-0.707**	(0.040)
<i>DimensaoCA</i>	-	-0.022*	(0.052)	-0.333**	(0.033)
<i>IndependCA</i>	?	0.026*	(0.070)	0.012	(0.945)
<i>Reuniao</i>	?	-0.040***	(0.000)	-0.601***	(0.000)
<i>DimensEmpresa</i>	+	-0.001	(0.688)	-0.026	(0.400)
<i>Endividamento</i>	-	-0.141***	(0.000)	-0.933***	(0.002)
<i>Idade</i>	?	0.003	(0.517)	-0.037	(0.329)
Constante		0.362***	(0.000)	6.418***	(0.000)
Dummies Sector		SIM		SIM	
Dummies Ano		SIM		SIM	
Observações		302		301	
R ²		0.595		0.620	
Teste F		26.40***		12.39***	

Variáveis: ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo; TobinsQ - Tobin's Q; Pmulheres - % de mulheres com posições nos CAs das empresas cotadas do IBEX-35; *DimensaoCA* – Logaritmo natural do número total de membros do CA; *IndependCA* - % de membros independentes do CA; *Reuniao* – Logaritmo natural do número total de reuniões anuais; *DimensEmpresa* – Logaritmo natural do Ativo da empresa; *Endividamento* – Rácio entre o Passivo total e o Ativo total da empresa e *Idade* – Logaritmo natural da idade da empresa em 2017

*, ** e *** representam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente

Os resultados mostram que o coeficiente da variável *Pmulheres* é negativo e estatisticamente significativo ao nível de 10% e 5%, respetivamente, para a ROA e *Tobin's Q*. Deste modo, conclui-se que a adição de mulheres aos CAs tem um efeito adverso na *performance* das empresas. Segundo o Teste F, o modelo é válido para explicar a variação da ROA e do *Tobin's Q* (p-value <0.01) sendo que de acordo com o R^2 , a melhor explicação da variável dependente é feita através do modelo com o *Tobin's Q* (62%).

Para as restantes variáveis da Tabela II conclui-se que em relação ao sinal previsto, este apenas difere do coeficiente obtido para a variável *DimensEmpresa*. Também se constata que a dimensão da empresa e a idade não afetam a *performance* uma vez que as variáveis *DimensEmpresa* e *Idade* não apresentam significância estatística.

A relação negativa entre a proporção de mulheres nos CAs e a *performance* das empresas é consistente com a evidência de autores como Adams & Ferreira (2009); Ahern & Dittmar (2012); Bøhren & Staubo (2016); Boubaker et al. (2014); Gallego-Álvarez et al. (2010); Mínguez-Vera & Martin (2011).

Pela Tabela II verifica-se que as empresas espanholas beneficiam com o aumento da independência (p-value <0.1). Estes resultados estão de acordo com Francis et al. (2012); Müller (2014); Rutledge et al. (2016) que justificam essa relação positiva pelo facto dos membros independentes não serem tão influenciáveis e permitirem a redução da assimetria de informação. Apesar de Adams & Ferreira (2009); Bøhren & Staubo (2016); Boubaker et al. (2014); Mínguez-Vera & Martin (2011) também verificarem a relação negativa entre a diversidade e a *performance* das empresas, as justificações utilizadas vão contra a evidência da Tabela II. Para estes autores, o aumento de independência gera excesso de monitorização e aumento da aversão ao risco.

Relativamente à variável *DimensaoCA*, pela Tabela II, observa-se a existência de uma relação negativa entre a dimensão do CA e a *performance* das empresas. Este resultado está de acordo com Guest (2009); O'Connell & Cramer (2010); Weisbach & Hermalin (2003) que afirmam que o coeficiente negativo surge devido à ineficiência causada pelo ao aumento de problemas de coordenação, organização, conflitos de interesse e má comunicação.

Através de justificações semelhantes, Gallego-Álvarez et al. (2010) constataam a relação negativa para a proporção de mulheres verificada na Tabela II, acrescentando ainda o aumento da demora na tomada de decisão dos CAs.

O coeficiente da variável *Pmulheres* também é consistente com Ahern & Dittmar (2012). De acordo com estes autores, os CAs tornaram-se mais novos, inexperientes e as empresas tornaram-se mais endividadas. Pela Tabela II apenas é possível verificar que o endividamento elevado influencia negativamente a *performance* das empresas (p-value <0.01) corroborando os resultados de Bui (2017); Ibhagui & Olokoyo (2018); Weill, (2008).

Outra possível causa para a relação negativa entre a *performance* e a dimensão do CA está ligada ao número de elementos que compõem o mesmo. De acordo com Garg (2007), o número de elementos de um CA deve girar em torno dos 6 para evitar os problemas referidos anteriormente. Porém pela Tabela I verifica-se que a média da amostra está nos 13 membros, indicando um afastamento da proporção ideal.

Por fim, pela Tabela II percebe-se que o número de reuniões anuais impacta negativamente o desempenho das empresas (p-value <0.01). Esta conclusão encontra-se de acordo com a literatura anterior, justificada pelo facto de um número elevado de reuniões implicar um maior desgaste físico, custos inerentes à sua realização mais frequentes e pelo facto de os CAs apenas reagirem em resposta ao mau desempenho das empresas e não preventivamente (Hanh et al., 2018; Johl et al., 2015; Vafeas, 1999).

É ainda importante ressaltar que o resultado relativo à variável *Pmulheres* da Tabela II, poderá eventualmente ser justificado através da TMC e da necessidade do mínimo de 30% para evitar problemas de *tokenismo*, abordado na Tabela V.

A hipótese 2 pretende verificar se a quota recomendada pela lei 3/2007, bem como a entrada em vigor do novo Código da CNMV a partir de 2015, tiveram efeitos positivos na relação entre a diversidade de género e a *performance* das empresas cotadas. A comparação com o período anterior (2007-2014) é feita utilizando a variável *PmulheresD2015*.

Tabela III - Resultado da regressão para a Hipótese 2

	Sinal previsto	ROA	p-value	<i>Tobin's Q</i>	p-value
Pmulheres	?	-0.094**	(0.025)	-1.173**	(0.013)
DimensaoCA	-	-0.024**	(0.034)	-0.351**	(0.026)
IndependCA	?	0.028**	(0.048)	0.074	(0.682)
Reuniao	?	-0.039***	(0.000)	-0.593***	(0.000)
DimensEmpresa	+	-0.001	(0.654)	-0.030	(0.342)
Endividamento	-	-0.139***	(0.000)	-0.968***	(0.002)
Idade	?	0.002	(0.689)	-0.048	(0.220)
PmulheresD2015	?	0.048	(0.431)	0.800	(0.247)
D2015		-0.003	(0.800)	0.003	(0.979)
Constante		0.373***	(0.000)	6.368***	(0.000)
Dummies Sector		SIM		SIM	
Dummies Ano		NÃO		NÃO	
Observações		302		301	
R ²		0.578		0.605	
Teste F		41.96***		18.51***	

Variáveis: ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo; TobinsQ - Tobin's Q; Pmulheres - % de mulheres com posições nos CAs das empresas cotadas do IBEX-35; DimensaoCA – Logaritmo natural do número total de membros do CA; IndependCA - % de membros independentes do CA; Reuniao – Logaritmo natural do número total de reuniões anuais; DimensEmpresa – Logaritmo natural do Ativo da empresa; Endividamento – Rácio entre o Passivo total e o Ativo total da empresa e Idade – Logaritmo natural da idade da empresa em 2017 e PmulheresD2015 - % de mulheres após entrada em vigor do Código da CNMV de 2015

*, ** e *** representam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente

Observando a variável *PmulheresD2015*, constata-se a não existência de significância estatística independentemente da utilização da ROA ou do *Tobin's Q* como variável dependente. Assim, a adoção da nova legislação e a caducidade da anterior não aparenta ter o efeito positivo esperado. Pelo teste F é possível perceber que o modelo é globalmente significativo (p-value <0.01) para explicar as variáveis dependentes. Utilizando também o R² conclui-se que as variáveis presentes no modelo explicam melhor a variação do *Tobin's Q* (60.5%).

Ainda é possível confirmar os resultados obtidos pela Tabela II sobre a relação negativa e estatisticamente significativa (p-value <0.05) entre a diversidade de género e a *performance* das empresas e sobre os resultados das variáveis de controlo.

5.2. Análises adicionais

Apesar de menos frequente na literatura existente, a RCP é utilizada como variável dependente para autores como Ahmadi et al. (2018); Farag & Mallin (2017); Gallego-Álvarez et al. (2010); Low et al. (2015).

A RCP consiste no rácio entre o *Net Income* e o Capital Próprio, e tal como a ROA, foca-se numa perspetiva contabilística. A principal diferença entre a ROA e a RCP é verificada no denominador do rácio e está relacionada com a alavancagem financeira. O Ativo reflete o uso da dívida pois o financiamento obtido por uma empresa afeta o Ativo e o Passivo na mesma proporção, mas não o Capital Próprio (Hagel et al., 2013). Assim, através da RCP é possível concluir acerca da capacidade de gestão e eficiência da empresa na utilização de fundos próprios (Breia et al., 2014).

Tabela IV – Hipóteses 1 e 2 utilizando a variável dependente RCP

RCP	Sinal previsto	Hip. 1	p-value	Hip. 2	p-value
Pmulheres	?	-0.212**	(0.027)	-0.384***	(0.003)
DimensaoCA	-	0.036	(0.418)	0.033	(0.456)
IndependCA	?	0.162***	(0.003)	0.178***	(0.001)
Reuniao	?	-0.110***	(0.000)	-0.103***	(0.000)
DimensEmpresa	+	-0.009*	(0.096)	-0.010*	(0.054)
Endividamento	-	0.099	(0.129)	0.095	(0.149)
Idade	?	-0.005	(0.650)	-0.010	(0.393)
PmulheresD2015	?	-	-	0.358**	(0.018)
D2015		-	-	-0.044*	(0.099)
Constante		0.505***	(0.003)	0.556***	(0.001)
Dummies Sector		SIM		SIM	
Dummies Ano		SIM		NÃO	
Observações		300		300	
R ²		0.339		0.312	
Teste F		12.62 ***		18.41***	

Variáveis: RCP - Rendibilidade do Capital Próprio; Pmulheres - % de mulheres com posições nos CAs das empresas cotadas do IBEX-35; DimensaoCA – Logaritmo natural do número total de membros do CA; IndependCA - % de membros independentes do CA; Reuniao – Logaritmo natural do número total de reuniões anuais; DimensEmpresa – Logaritmo natural do Ativo da empresa; Endividamento – Rácio entre o Passivo total e o Ativo total da empresa e Idade – Logaritmo natural da idade da empresa em 2017 e PmulheresD2015 - % de mulheres após entrada em vigor do Código da CNMV de 2015
*, ** e *** representam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente

A alteração da variável dependente não trás resultados diferentes daqueles obtidos anteriormente para a hipótese 1. De facto, verifica-se uma relação negativa e estatisticamente significativa, ao nível de 5%, entre a prestação das empresas da amostra

e a ocupação feminina dos CAs. Para as restantes variáveis as únicas diferenças relevantes face à Tabela II são o aumento de significância estatística da variável *IndependCA* de 10% para 1% e a falta de significância estatística das variáveis *Endividamento* e *DimensaoCA*.

Para a hipótese 2 constata-se o surgimento de significância estatística, ao nível de 5% e de sinal positivo, para a variável *PmulheresD2015*. Através da Tabela IV acima apresentada conclui-se que a entrada em vigor do novo código da CNMV teve um impacto positivo na *performance* das empresas.

Em ambas as hipóteses ainda é possível observar pela primeira vez significância estatística para a variável *DimensEmpresa*. De acordo com as empresas da amostra, a dimensão da empresa afeta negativamente a sua *performance*, não sendo possível corroborar os argumentos de Doğan (2013); Lee (2009); Pervan & Višić (2012).

Observando a Figura I verifica-se que a diversidade de género das empresas do IBEX-35 presentes na amostra era, em 2017, de 22.3%. Tal como explicitado pela TMC e por Joecks et al. (2013); Konrad et al. (2008); Schwartz-Ziv (2017); Torchia et al. (2011), uma proporção baixa do género menos representado afeta negativamente a *performance* da empresa. Assim, é necessário perceber se esse é o caso de Espanha.

A comparação entre observações que durante o período da amostra tiveram uma diversidade de género igual ou superior a 30% e aquelas que não conseguiram atingir esse patamar é feita através da variável *Pmulheres30*.

Tabela V – Mínimo de 30% de diversidade de género

	Sinal previsto	ROA	p-value	Tobin's Q	p-value	RCP	p-value
Pmulheres	?	-0.060*	(0.098)	-0.760*	(0.091)	-0.318***	(0.005)
DimensaoCA	-	-0.025**	(0.023)	-0.370**	(0.021)	0.029	(0.510)
IndependCA	?	0.024*	(0.073)	0.015	(0.936)	0.163***	(0.002)
Reuniao	?	-0.039***	(0.000)	-0.603***	(0.000)	-0.104***	(0.001)
DimensEmpresa	+	-0.001	(0.694)	-0.027	(0.399)	-0.009*	(0.096)
Endividamento	-	-0.136***	(0.000)	-0.984***	(0.002)	0.096	(0.151)
Idade	?	0.002	(0.527)	-0.035	(0.371)	-0.009	(0.426)
Pmulheres30	+	0.437**	(0.044)	5.103**	(0.011)	0.914*	(0.086)
Per30		-0.153**	(0.045)	-1.654**	(0.014)	-0.262	(0.144)
Constante		0.369***	(0.000)	6.322***	(0.000)	0.537***	(0.002)
Dummies Sector		SIM		SIM		SIM	
Dummies Ano		NÃO		NÃO		NÃO	
Observações		302		301		300	
R ²		0.581		0.602		0.305	
Teste F		42.95***		18.44***		19.33***	

Variáveis: ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo; TobinsQ - Tobin's Q; RCP - Rendibilidade do Capital Próprio; Pmulheres - % de mulheres com posições nos CAs das empresas cotadas do IBEX-35; DimensaoCA – Logaritmo natural do número total de membros do CA; IndependCA - % de membros independentes do CA; Reuniao – Logaritmo natural do número total de reuniões anuais; DimensEmpresa – Logaritmo natural do Ativo da empresa; Endividamento – Rácio entre o Passivo total e o Ativo total da empresa e Idade – Logaritmo natural da idade da empresa em 2017 e Pmulheres30 – Observações com pelo menos 30% de diversidade de género
*, ** e *** representam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente

Os resultados da Tabela V apontam para uma relação positiva e estatisticamente significativa qualquer que seja a variável dependente considerada. O nível de significância varia entre 5% (ROA e Tobin's Q) e 10% (RCP). Conclui-se, assim, que o aumento da diversidade dos CAs para um patamar mínimo de 30% gera alterações positivas ao nível da *performance* das empresas. Este resultado corrobora a evidência de Joecks et al. (2013); Konrad et al. (2008); Schwartz-Ziv (2017); Torchia et al. (2011) explicitada anteriormente.

Na sua generalidade os resultados obtidos para as restantes variáveis da Tabela V, são idênticos aos obtidos anteriormente ainda que possam diferir em termos de significância estatística.

6. Conclusões

Apesar dos estudos já efetuados relativos ao amento da diversidade de género nos CAs, os resultados existentes são mistos (Post & Byron, 2015). No caso espanhol a evidência também é inconclusiva, apresentando ainda um pormenor, que é o facto de as amostras utilizadas serem relativamente antigas. Assim a presente dissertação procura trazer resultados relevantes para a relação entre a *performance* das empresas espanholas e o aumento da diversidade de género nos CAs e ao mesmo tempo perceber o impacto da alteração de legislação nomeadamente a caducidade da lei 3/2007 e a adoção do novo código da CNMV (2015).

Considerando uma amostra das empresas constituintes do IBEX-35 no período de 2007-2017, verifica-se a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a diversidade de género e a *performance* das empresas. O resultado é consistente com a evidência empírica de autores como Adams & Ferreira (2009); Ahern & Dittmar (2012); Bøhren & Staubo (2016); Boubaker et al. (2014); Gallego-Álvarez et al. (2010); Matsa & Miller (2013); Mínguez-Vera & Martin (2011). Também se conclui que a caducidade da lei 3/2007 e a adoção da versão de 2015 do código da CNMV não têm efeitos positivos na *performance* das empresas da amostra. Porém, não é possível obter significância estatística para esta última relação.

Por fim conclui-se ainda que um número elevado de membros no CA, de reuniões e de endividamento afetam negativamente o desempenho das empresas e que o aumento da independência do CA afeta positivamente (Guest, 2009; Ibhagui & Olokoyo, 2018; Johl et al., 2015; Müller, 2014). De acordo com as empresas da amostra, a dimensão da empresa e a idade não afetam o desempenho das mesmas.

Com base nas análises adicionais obtêm-se duas conclusões relevantes. Em primeiro lugar verifica-se que a relação entre a *performance* e a adoção da nova versão do código da CNMV é positiva e estatisticamente significativa. Assim esta nova legislação que impõe o alargamento do limite para 2020 e a redução da meta do género menos representado para 30% trouxe consigo benefícios para as empresas (Tabela IV). E em segundo lugar, conclui-se que ter pelo menos 30% de mulheres afeta positivamente a *performance* das empresas.

Apesar da relação entre a diversidade de género e a *performance* das empresas ser negativa, este resultado não é inesperado uma vez que a evidência empírica anterior já

apresentava conclusões mistas. Uma possível justificação surge pelo facto de as mulheres se encontrarem em minoria o que causa problemas de *tokenismo*. A análise adicional com a variável *Pmulheres30* verifica esse efeito, pois, apenas a partir dos 30% é que se constata benefícios para as empresas.

A introdução do novo código da CNMV apresenta uma perspectiva mais otimista no que diz respeito à igualdade de género. Porém em 2017, a diversidade de género situava-se abaixo dos 30% impostos pela CNMV (22.3%, Figura I). Percebe-se deste modo que a introdução de quotas e recomendações não devem ser as únicas medidas para garantir a justiça social e evitar que sejam impostas barreiras na progressão das carreiras.

Os resultados apresentam algumas limitações a ter em conta. A principal limitação consiste na falta de dados disponibilizados, pela base de dados *Thomson Reuters Eikon* ou pelos próprios relatórios anuais, relativos aos CAs o que levou à redução do tamanho da amostra. A falta de dados também não permitiu análises e conclusões mais relevantes com variáveis como a idade e rotação do CEO e a diversidade cultural dos CAs. Por fim, outra limitação existente é a falta de conhecimentos estatísticos relativos ao método *Two-Stage Least Squares* e *Generalized Method of Moments* de forma a evitar problemas de endogeneidade e causalidade inversa.

No futuro seria interessante reproduzir novamente o estudo utilizando uma amostra maior, como por exemplo o *Mercado Continuo Español*, e adicionar variáveis relativas ao CEO como a idade, género, nível de escolaridade e rotação (Amran et al., 2014; Hagel et al., 2010; Intintoli et al., 2014; Peni, 2014). A maioria dos estudos existentes focam-se nos CAs e o seu possível efeito na *performance* das empresas. Seria relevante analisar se a desigualdade de género tem impacto na *performance* em posições hierárquicas abaixo dos CAs das empresas. Adicionalmente perceber a evolução da discrepância salarial entre géneros e o impacto na *performance* das empresas pois, em 2016, as mulheres dos países da UE ganhavam em média 16% menos do que os homens (Comissão Europeia, 2018).

Referências Bibliográficas

- Abad, D., Lucas-Pérez, M. E., Mínguez-Vera, A., & Yagüe, J. (2017). Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets? *Business Research Quarterly*, 20(3), 192–205.
- Adams, R. B. (2016). Women on boards: The superheroes of tomorrow? *The Leadership Quarterly*, 27(3), 371–386.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309.
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137–197.
- Ahmadi, A., Nakaa, N., & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 218–226.
- Al-Daoud, K. I., Saidin, S. Z., & Abidin, S. (2016). Board Meeting and Firm Performance: Evidence from The Amman Stock Exchange. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 12(2), 6–11.
- Ali, M. A. (2017). Stakeholder Saliency for Stakeholder Firms: An Attempt to Reframe an Important Heuristic Device. *Journal of Business Ethics*, 144(1), 153–168.
- Alstott, A. L. (2014). Gender Quotas for Corporate Boards: Options for Legal Design in the United States. *Pace International Law Review*, 26(1), 38–56.
- Amran, N. A., Yusof, M., Atef M., Ishak, R., & Aripin, N. (2014). Do Characteristics of CEO and Chairman Influence Government - Linked Companies performance? *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 109, 799–803.
- Anca, C. de, & Gabaldon, P. (2014). The Media Impact of Board Member Appointments in Spanish-Listed Companies: A Gender Perspective. *Journal of Business Ethics*, 122(3), 425–438.
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2013). The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 127–135.

- Bertrand, M., Black, S. E., & Jensen, S. (2014). Breaking the Glass Ceiling? The Effect of Board Quotas on Female Labor Market Outcomes in Norway. (Working Paper No.20256). Retirado de <http://www.nber.org/papers/w20256.pdf>
- Bidlauskaitė, I. (2014). Corporate Boardrooms For Two By Quota Regulation? – The Case Of The European Union. *LLM International Business Law*, 1–75.
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2014). Does mandatory gender balance work? Changing organizational form to avoid board upheaval. *Journal of Corporate Finance*, 28, 152–168.
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2016). Mandatory Gender Balance and Board Independence. *European Financial Management*, 22(1), 3–30.
- Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2016). Agency Theory and Bounded Self-Interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276–297.
- Boubaker, S., Dang, R., & Nguyen, D. K. (2014). Does board gender diversity improve the performance of French listed firms? *Gestion 2000 - Recherches et Publications en Management*, 31(1), 259–269.
- Brammer, S., Millington, A., & Rayton, B. (2007). The contribution of corporate social responsibility to organizational commitment. *The International Journal of Human Resource Management*, 18(10), 1701–1719.
- Breia, A. F., Mata, M. N. N. da S., & Pereira, V. M. M. (2014). *Análise Económica e Financeira - Aspectos Teóricos e Casos Práticos*. Ed. 2014, Rei dos Livros. Lisboa.
- Breuer, M. (2016). Next Stop for Diversity Initiatives : Corporate Boardrooms. *Journal Of Corporation Law*, 42(1), 223–237.
- Broome, L. L., Conley, J. M., & Krawiec, K. D. (2011). Does Critical Mass Matter-Views from the Boardroom. *Seattle University Law Review*, 34, 1049–1080.
- Bryant, P., & Davis, C. (2012). Regulated change effects on boards of directors: a look at agency theory and resource dependency theory. *Academy of Strategic Management*, 11(2), 1–15.
- Bui, N. (2017). The Impact of Financial Leverage on Firm Performance: A Case Study of Listed Oil and Gas Companies in England. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 5(6), 477–485.

- Burgess, Z., & Tharenou, P. (2002). Women Board Directors : Characteristics of the Few Board Directors: of the Few Characteristics panies. *Journal of Business Ethics*, 37(1), 39–49.
- Calkoen, W. J. L. (2015). *The Corporate Governance Review*. 5^a Ed. Law Business Research Ltd. London.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435–451.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2010). Female board appointments and firm valuation: short and long-term effects. *Journal of Management and Governance*, 14(1), 37–59.
- Carter, D., D’Souza, F., Simkins, B., & Simpson, G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396–414.
- Carter, D., Simkins, B., & Simpson, W. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *Financial Review*, 38(1), 33–53.
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., Reberiou, A., & Roudaut, G. (2016). Board independence and operating performance: analysis on (French) company and individual data. *Applied Economics*, 48(52), 5093–5105.
- Chapple, L., & Humphrey, J. E. (2014). Does board gender diversity have a financial impact? Evidence using stock portfolio performance. *Journal of Business Ethics*, 122(4), 709–723.
- Childs, S., & Krook, M. L. (2008). Critical mass theory and women’s political representation. *Political Studies*, 56(3), 725–736.
- Clatworthy, M. A., & Peel, M. J. (2013). The impact of voluntary audit and governance characteristics on accounting errors in private companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), 1–25.
- CNMV, Comisión Nacional del Mercado de Valores (2006). Unified Good Governance Code of Listed Companies. Retirado de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Ing_04en.pdf

- CNMV, Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015). Good Governance Code of Listed Companies. Retirado de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Good_Governanceen.pdf
- Coad, A., Holm, J. R., Krafft, J., & Quatraro, F. (2018). Firm age and performance. *Journal of Evolutionary Economics*, 28(1), 1–11.
- Coad, A., Segarra, A., & Teruel, M. (2013). Like milk or wine: Does firm performance improve with age? *Structural Change and Economic Dynamics*, 24(1), 173–189.
- Comissão Europeia. (2012). Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à melhoria do equilíbrio entre homens e mulheres no cargo de administrador não-executivo das empresas cotadas em bolsa e a outras medidas conexas. Retirado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012PC0614&from=EN>
- Comissão Europeia. (2013). Cracking Europe's Glass Ceiling : European Parliament backs Commission's Women on Boards proposal. Retirado de http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1118_en.htm
- Comissão Europeia. (2015). Strategic Engagement for Gender Equality 2016 - 2019. Retirado de https://ec.europa.eu/anti-trafficking/sites/antitrafficking/files/strategic_engagement_for_gender_equality_en.pdf
- Comissão Europeia. (2016). Gender balance on corporate boards: Europe is cracking the glass ceiling. *Justice and Consumers*, 2–4.
- Comissão Europeia. (2018). *2018 Report on equality between women and men in the EU*. Retirado de <https://doi.org/10.2838/21655>
- Conde-Ruiz, I., & Hoya, C. (2015). «Gender (in)Equality Act» and large Spanish Corporations. *Fedea Policy Papers*, 2015-03, 1–35.
- Conselho da União Europeia. (2015). Outcome of the 3434th council meeting. Employment, social policy, health and consumer affairs. Retirado de <https://www.consilium.europa.eu/media/23121/st14968en15.pdf>
- Conyon, M. J., & He, L. (2017). Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. *Journal of Business Research*, 79, 198–211.

- Correia, B. L. (2016). The European Crisis : Repercussions on the Portuguese Economy. *Athens Journal of Mediterranean Studies*, 2(2), 129–144.
- Credit Suisse. (2016). *The CS Gender 3000: The Reward for Change*. Credit Suisse AG Research Institute. Retirado de <http://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=5A7755E1-EFDD-1973-A0B5C54AFF3FB0AE>
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender Diversity and Securities Fraud. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1572–1593.
- Dale-Olsen, H., Schøne, P., & Verner, M. (2013). Diversity among Norwegian Boards of Directors: Does a Quota for Women Improve Firm Performance? *Feminist Economics*, 19(4), 110–135.
- Deloitte. (2017). Women in the boardroom: A global perspective. Retirado de [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/Women in the boardroom a global perspective fifth edition.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/Women%20in%20the%20boardroom%20a%20global%20perspective%20fifth%20edition.pdf)
- Dhir, A. A. (2015). Corporate Reporting under the U.S. Securities and Exchange Commission's Diversity Disclosure Rule: A Mixed-Methods Content Analysis. *Osgoode Legal Studies*, 10(15), 2–32.
- Doğan, M. (2013). Does Firm Size Affect The Firm Profitability? Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 53–60.
- Dorrough, A. R., Leszczyńska, M., Barreto, M., & Glöckner, A. (2016). Revealing side effects of quota rules on group cooperation. *Journal of Economic Psychology*, 57, 136–152.
- Dunn, P. (2012). Breaking the boardroom gender barrier: The human capital of female corporate directors. *Journal of Management and Governance*, 16(4), 557–570.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance*, 11(2), 102–111.
- Farag, H., & Mallin, C. (2017). Board diversity and financial fragility: Evidence from European banks. *International Review of Financial Analysis*, 49, 98–112.
- Ferreira, D. (2010). *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*. (Chapter 12 - Board Diversity). 1ª Ed., John Wiley & Sons. Hoboken.
- Francis, B. B., Hasan, I., & Wu, Q. (2012). Do corporate boards matter during the current financial crisis? *Review of Financial Economics*, 21(2), 39–52.

- Fu, L., Parkash, M., & Singhal, R. (2016). Tobin's q Ratio and Firm Performance. *International Research Journal of Applied Finance*, VII(4), 1–10.
- Gallego-Álvarez, I., García-Sánchez, I. M., & Rodríguez-Dominguez, L. (2010). The influence of gender diversity on corporate performance. *Revista de Contabilidad*, 13(1), 53–88.
- Gallo, A. (2016). A Refresher on Return on Assets and Return on Equity. Retirado de <https://hbr.org/2016/04/a-refresher-on-return-on-assets-and-return-on-equity>
- Garg, A. K. (2007). Influence of board size and independence on firm performance: a study of indian companies. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*, 32(3), 39–60.
- Gavious, I., Segev, E., & Yosef, R. (2012). Female directors and earnings management in high-technology firms. *Pacific Accounting Review*, 24(1), 4–32.
- Green, C. P., & Homroy, S. (2018). Female directors, board committees and firm performance. *European Economic Review*, 102, 19–38.
- Gregorič, A., Oxelheim, L., Randøy, T., & Thomsen, S. (2017). Resistance to Change in the Corporate Elite: Female Directors' Appointments onto Nordic Boards. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 267–287.
- Gregory-Smith, I., Main, B. G. M., & O'Reilly, C. A. (2014). Appointments, pay and performance in UK boardrooms by gender. *Economic Journal*, 124(574), 109–128.
- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: Evidence from the UK. *European Journal of Finance*, 15(4), 385–404.
- Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics* 4^a Ed. McGraw-Hill Higher Education. New York.
- Gul, F. A., Hutchinson, M., & Lai, K. M. Y. (2013). Gender-diverse boards and properties of analyst earnings forecasts. *Accounting Horizons*, 27(3), 511–538.
- Hagel, J., Brown, J. S., & Lang, D. (2010). The Best Way To Measure Company Performance. Retirado de <https://hbr.org/2010/03/the-best-way-to-measure-compan.html>
- Hagel, J., Brown, J. S., Samoylova, T., & Lui, M. (2013). *Success or struggle : ROA as a true measure of business performance*. Deloitte University Press. Retirado de https://www2.deloitte.com/content/dam/insights/us/articles/success-or-struggle-roa-as-a-true-measure-of-business-performance/DUP505_ROA_vFINAL2.pdf

- Hanh, L. T. M., Ting, I. W. K., Kweh, Q. L., & Hoanh, L. T. H. (2018). Board meeting frequency and financial performance: A case of listed firms in Vietnam. *International Journal of Business and Society*, 19(2), 464–472.
- Hastings, P. (2013). Breaking the Glass Ceiling: Women in the Boardroom. Retirado de https://www.paulhastings.com/genderparity/pdf/Gender_Parity_Report.pdf
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Harris, I. C. (2002). Women and racial minorities in the boardroom: how do they differ? *Journal of Management*, 28(6), 747–763.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427.
- Huse, M., Izquierdo, M., & Möltner, H. (2016). Value creating boards and gender diversity. Suggestions to progress in getting women on boards in Spain. *BI Norwegian Business School, Research*, 1–76.
- Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *North American Journal of Economics and Finance*, 45(August 2017), 57–82.
- Intintoli, V. J., Zhang, A., & Davidson, W. N. (2014). The impact of CEO turnover on firm performance around interim successions. *Journal of Management and Governance*, 18(2), 541–587.
- Isidro, H., & Sobral, M. (2015). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance. *Journal of Business Ethics*, 132(1), 1–19.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a “Critical Mass?” *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61–72.

- Johl, S. K., Kaur, S., & Cooper, B. J. (2015). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms. *Journal of Economics, Business and Management*, 3(2), 239–243.
- Julizaerma, M. K., & Sori, Z. M. (2012). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance of Malaysian Public Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65(3), 1077–1085.
- Kanter, R. M. (1977). *Men and Women of the Corporation* 1^a Ed., Basic Books. New York.
- Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). Ceo gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55–66.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance*, 11(3), 189–205.
- Kirsch, A. (2018). The gender composition of corporate boards: A review and research agenda. *The Leadership Quarterly*, 29(2), 346–364.
- Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). Critical Mass: The Impact of Three or More Women on Corporate Boards. *Organizational Dynamics*, 37(2), 145–164.
- Lanis, R., Richardson, G., & Taylor, G. (2017). Board of Director Gender and Corporate Tax Aggressiveness: An Empirical Analysis. *Journal of Business Ethics*, 144(3), 577–596.
- Lansing, P., & Chandra, S. (2012). Quota Systems as a Means to Promote Women into Corporate Boardrooms. *Employee Relations Law Journal*, 38(3), 3–14.
- Lee, J. (2009). Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms. *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), 189–203.
- Lending, C. C., & Vähämaa, E. (2017). European board structure and director expertise: The impact of quotas. *Research in International Business and Finance*, 39(Part A), 486–501.
- Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169–184.
- Low, D. C. M., Roberts, H., & Whiting, R. H. (2015). Board gender diversity and firm performance: Empirical evidence from Hong Kong, South Korea, Malaysia and Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 381–401.

- Lucas-Pérez, M. E., Mínguez-Vera, A., Baixauli-Soler, J. S., Martín-Ugedo, J. F., & Sánchez-Marín, G. (2015). Women on the Board and Managers' Pay: Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 129(2), 265–280.
- Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 17(2), 491–509.
- Lückerath-Rovers, M. (2015). Gender Quota in the Boardroom: The Dutch Approach. *Deakin Law Review*, 20(1), 75–94.
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2016). Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms. *International Journal of Human Resource Management*, 27(15), 1777–1790.
- Martín-Ugedo, J. F., & Mínguez-Vera, A. (2014). Firm Performance and Women on the Board: Evidence from Spanish Small and Medium-Sized Enterprises. *Feminist Economics*, 20(3), 136–162.
- Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A female style in corporate leadership? Evidence from quotas. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(3), 136–169.
- Mínguez-Vera, A., & Martin, A. (2011). Gender and management on spanish SMEs: An empirical analysis. *International Journal of Human Resource Management*, 22(14), 2852–2873.
- Müller, V.-O. (2014). The Impact of Board Composition on the Financial Performance of FTSE100 Constituents. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 109, 969–975.
- Niederle, M., Segal, C., & Vesterlund, L. (2013). How Costly Is Diversity? Affirmative Action in Light of Gender Differences in Competitiveness. *Management Science*, 59(1), 1–16.
- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387–399.
- Palá-Laguna, R., & Esteban-Salvador, L. (2016). Gender Quota for Boards of Corporations in Spain. *European Business Organization Law Review*, 17(3), 379–404.
- Parlamento Europeu. (2018). O Princípio da Subsidiariedade. Retirado de http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pt/FTU_1.2.2.pdf

- Pechersky, A. (2016). Diversity in Board of Directors: Review of Diversity as a Factor to Enhance Board Performance. *Studia Commercialia Bratislavensia*, 9(33), 88–101.
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 18(1), 185–205.
- Perrault, E. (2015). Why Does Board Gender Diversity Matter and How Do We Get There? The Role of Shareholder Activism in Deinstitutionalizing Old Boys' Networks. *Journal of Business Ethics*, 128(1), 149–165.
- Perryman, A. A., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579–586.
- Pervan, M., Pervan, I., & Ćurak, M. (2017). The Influence of Age on Firm Performance: Evidence from the Croatian Food Industry. *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*, 2017, 1–10.
- Pervan, M., & Višić, J. (2012). Influence of Firm Size on Its Business Success. *Croatian Operational Research Review*, 3, 213–223.
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546–1571.
- Rao, K., & Tilt, C. (2016). Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327–347.
- Rashid, A. (2016). Managerial Ownership and Agency Cost: Evidence from Bangladesh. *Journal of Business Ethics*, 137(3), 609–621.
- Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. (2017). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 337–350.
- Renaud, S. (2007). Dynamic Efficiency of Supervisory Board Codetermination in Germany. *Labour: Review of Labour Economics and Industrial Relations*, 21(4–5), 689–712.
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance*, 15(2), 404–413.
- Rossi, M. (2016). The impact of age on firm performance: A literature review. *Corporate Ownership and Control*, 13(2), 217–223.

- Rutledge, R. W., Karim, K. E., & Lu, S. (2016). The effects of board independence and CEO duality on firm performance: Evidence from the NASDAQ-100 index with controls for endogeneity. *Journal of Applied Business and Economics*, 18(2), 49–71.
- Sabatier, M. (2015). A women's boom in the boardroom: effects on performance? *Applied Economics*, 47(26), 2717–2727.
- Sansonetti, S., De Micheli, B., Palmen, R., & Wroblewski, A. (2017). Gender Equality Plans in the private and public sectors in the European Union. Retirado de [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/583139/IPOL_STU\(2017\)583139_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/583139/IPOL_STU(2017)583139_EN.pdf)
- Schmitt, N. (2015). Towards a Gender Quota. *DIW Economic Bulletin*, 5(40), 527–536.
- Schwartz-Ziv, M. (2017). *Gender and Board Activeness: The Role of a Critical Mass*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52(2), 751–780.
- Seierstad, C., Gabaldon, P., & Mensi-Klarbach, H. (2017). *Gender Diversity in the Boardroom Volume 1: The Use of Different Quota Regulations*. 1ª Ed., Springer International Publishing AG. Gewerbestrasse.
- Seierstad, C., & Opsahl, T. (2011). For the few not the many? The effects of affirmative action on presence, prominence, and social capital of women directors in Norway. *Scandinavian Journal of Management*, 27(1), 44–54.
- Shukeri, S. N., Shin, O. W., & Shaari, M. S. (2012). Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies. *International Business Research*, 5(9), 120–127.
- Singh, V., Terjesen, S., & Vinnicombe, S. (2008). Newly appointed directors in the boardroom: How do women and men differ? *European Management Journal*, 26(1), 48–58.
- Sjåfjell, B. (2015). Gender Diversity in the Boardroom and Its Impacts: Is the Example of Norway a Way Forward? *Deakin Law Review*, 20(1), 25–50.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2 500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), 569–593.
- Sojo, V. E., Wood, R. E., Wood, S. A., & Wheeler, M. A. (2016). Reporting Requirements, Targets, And Quotas For Women In Leadership. *The Leadership Quarterly*, 27(3), 519–536.

- Standing, A. (2018). Depoliticising austerity: Narratives of the Portuguese debt crisis 2011-15. *Policy & Politics*, 46(1), 149–164.
- Strøm, R. Ø. (2015). Gender discrimination before mandated quotas? Evidence from Norway: 1989-2002. *Scandinavian Journal of Management*, 31(3), 303–315.
- Teigen, M. (2012). *Firms, Boards and Gender Quotas: Comparative Perspectives* (Vol. 29). Chapter 4 - *Gender Quotas on Corporate Boards: On the Diffusion of a Distinct National Policy Reform*. Emerald Group Publishing Limited. Bingley.
- Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(3), 447–483.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 320–337.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299–317.
- Troya, A. P. (2016). Improving Gender Balance among Directors of Companies. A Proposal for a European Directive and Recent Advances in Europe. *Athens Journal of Law*, 2(2), 95–104.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
- Verge, T., & Lombardo, E. (2015). The differential approach to gender quotas in Spain: regulated politics and self-regulated corporate boards. Retirado de http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/35807/LAW_2015_24.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Wang, M., & Kelan, E. (2013). The Gender Quota and Female Leadership: Effects of the Norwegian Gender Quota on Board Chairs and CEOs. *Journal of Business Ethics*, 117(3), 449–466.
- Wang, Y., & Clift, B. (2008). Are board meetings proactive or reactive to performance? *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 4(3), 6–15.

- Webb, E. (2004). An Examination of Socially Responsible Firms' Board Structure. *Journal of Management and Governance*, 8(3), 255–277.
- Weill, L. (2008). Leverage and corporate performance: Does institutional environment matter? *Small Business Economics*, 30(3), 251–265.
- Weisbach, M. S., & Hermalin, B. E. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7–26.
- Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 20–36.

Anexos

Anexo I – Adoção de quotas de género nos países da EU-28

País	Quota a cumprir	Sanção em caso de incumprimento
Alemanha	30% até 2016 para os conselhos de supervisão que têm parte dos seus membros nomeados por codeterminação ¹² (cerca de 110 empresas)	O lugar no conselho de supervisão deve ser deixado vazio
Áustria	35% até 2018 para as empresas detidas pelo estado	Não
Bélgica	33% para empresas cotadas e para as detidas pelo estado até 2017 (até 2019 no caso das PME's)	As nomeações que não tenham como objetivo cumprir a quota são consideradas nulas; Os membros dos CAs perdem o direito aos benefícios resultantes do seu mandato
Bulgária	Não	
Chipre	Não	
Croácia	Não	
Dinamarca	Não	
Eslováquia	Não	
Eslovénia	Não	
Espanha	40% até 2015 para as empresas cotadas com mais de 250 trabalhadores	Não (As empresas que cumpram a quota terão prioridade no acesso a contratos públicos)

Estónia	Não	
Finlândia	Não	
França	40% até 2017 para os membros não executivos dos CAs das empresas cotadas e não cotadas que tenham mais de 500 funcionários ou um volume de vendas superior a 50 milhões de euros	Nulidade das nomeações que não tenham como objetivo o cumprimento da quota; Os membros dos CAs perdem o direito aos benefícios resultantes do seu mandato
Grécia	33% sem data limite a partir do qual as empresas devem cumprir, para empresas detidas total ou parcialmente pelo estado	Não
Hungria	Não	
Irlanda	Não	
Itália	33% até 2015 para as empresas cotadas e as detidas pelo estado	Sanções progressivas: Notificações; Multas; Destituição dos membros do CA
Letónia	Não	
Lituânia	Não	
Luxemburgo	Não	
Malta	Não	

Países Baixos (Holanda)	30% até 2016 para empresas cotadas que cumpram dois dos seguintes três critérios: Ativos superiores a 17.5 milhões de euros; Volume de negócios superior a 35 milhões de euros; Número de funcionários superior a 250	Não
Polónia	Não	
Portugal	33.3% para as empresas detidas pelo estado e 20% para as empresas cotadas até de 2018; No caso das empresas cotadas, o limite é aumentado para 33.3% a partir de 2020 ¹³	Empresas detidas pelo estado: a nomeação dos órgãos de administração e de fiscalização é considerada nula, existindo um prazo de 90 dias para apresentar novas propostas que cumpram a quota Empresas cotadas: têm 90 dias para regularizar a situação; se não o fizerem o seu nome será divulgado publicamente. Se ao fim de um ano a situação se mantiver serão aplicadas multas
Reino Unido	Não	
República Checa	Não	
Roménia	Não	
Suécia	Não	

Fonte: Comissão Europeia (2016); Deloitte (2017)

¹² – Codeterminação: uma parte dos membros do conselho de supervisão é nomeada pelos trabalhadores da própria empresa (Renaud, 2007)

¹³ – Definido pela Lei n.º 62/2017, de 1 de Agosto, (<https://dre.pt/application/conteudo/107791612>)

Anexo II – Divisão da amostra por setores de atividade

Setores	Proporção de mulheres	Empresas
Bens de consumo	18.55%	Grifols, S.A.; Industria de Diseno Textil (Inditex), S.A.; Viscofan, S.A.
Materiais básicos, indústria e construção	11.16%	Acciona, S.A.; Acerinox, S.A.; ACS - Actividades de Construcción y Servicios, S.A.; ArcelorMittal, S.A.; Ferrovial, S.A.; Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.; Tecnicas Reunidas, S.A.
Petróleo e Energia	14.78%	Enagas, S.A.; Endesa, S.A.; Gas Natural SDG, S.A.; Iberdrola, S.A.; Red Eléctrica de España, S.A.; Repsol, S.A.
Prestação de Serviços	11.55%	Mediaset España Comunicacion, S.A.; Melia Hotels International, S.A.
Serviços Financeiros e Imobiliários	14.49%	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), S.A.; Banco de Sabadell, S.A.; Banco Santander, S.A.; Bankinter, S.A.; CaixaBank, S.A.; Inmobiliaria Colonial SOCIMI, S.A.; Mapfre, S.A.
Tecnologia e Telecomunicações	11.15%	Amadeus IT Group, S.A.; Indra Sistemas, S.A.; Telefónica, S.A.

Fonte: Os setores estão divididos de acordo com a entidade gestora das bolsas de valores espanholas, *Bolsas y Mercados Españoles*

(<http://www.bolsamadrid.es/ing/asp/Empresas/EmpresasPorSectores.aspx>)

Anexo III - Matriz de Correlação de *Pearson*

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1- ROA	1								
2 - TobinsQ	0.741***	1							
3 - Pmulheres	0.043	0.002	1						
4 - DimensaoCA	-0.330***	-0.397***	-0.069	1					
5 - IndependCA	0.124**	0.044	0.437***	-0.210***	1				
6 - Reuniao	-0.283***	-0.398***	0.081	0.182***	0.068	1			
7 - DimensEmpresa	-0.387***	-0.478***	0.133**	0.475***	0.103*	0.362***	1		
8 - Endividamento	-0.576***	-0.540***	-0.108*	0.259***	-0.128**	0.375***	0.533***	1	
9 - Idade	-0.043	-0.097*	-0.252***	0.109*	-0.256***	0.251***	0.120**	0.247***	1

Variáveis: ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo; TobinsQ - Tobin's Q; Pmulheres - % de mulheres com posições nos CAs das empresas cotadas do IBEX-35; DimensaoCA – Logaritmo natural do número total de membros do CA; IndependCA - % de membros independentes do CA; Reuniao – Logaritmo natural do número total de reuniões anuais; DimensEmpresa – Logaritmo natural do Ativo da empresa; Endividamento – Rácio entre o Passivo total e o Ativo total da empresa e Idade – Logaritmo natural da idade da empresa em 2017